



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Setiembre  
2014

BCP © Derechos Reservados 2014



Banco Central del Paraguay



Banco Central  
del Paraguay

**Informe de Política Monetaria**  
**Banco Central del Paraguay**  
Estudios Económicos



## Contenido (\*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	8
I. Escenario internacional y Regional	11
II. Mercados Financieros	17
III. Escenario Doméstico	20
IV. Escenario para la inflación y escenarios de riesgos	27
Recuadro	31
Transmisión de la Política Monetaria en Paraguay:	
El canal del crédito	
Glosario	36

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 30 de setiembre. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar

## Política Monetaria en Paraguay

### Esquema de Política Monetaria

El Banco Central del Paraguay (BCP) conduce su política monetaria bajo un Esquema de Metas de Inflación formalmente desde de mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

#### Objetivo

Bajo el Esquema de Metas de Inflación, el principal objetivo de la política monetaria, de conformidad al Artículo 285 de la Constitución Nacional y la Ley N° 489/95 “Orgánica del Banco Central del Paraguay”, es mantener la estabilidad de precios, proveyendo un marco de previsibilidad nominal para la economía paraguaya, sobre el cual los agentes económicos puedan basar sus decisiones de consumo e inversión.

#### Meta de inflación

La inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), establecida como meta es del 5 por ciento, con un rango de tolerancia de +/- 2 por ciento. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques de carácter exógeno, dada su condición de economía pequeña y abierta.

#### Instrumento de política monetaria

Para la implementación de este esquema, el BCP utiliza como instrumento la tasa de política monetaria (TPM), a través de la cual influye inicialmente en las tasas de interés y liquidez del mercado, que pueden afectar parte de la actividad económica, para posteriormente incidir en la inflación, por medio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

#### Horizonte de política monetaria

El horizonte de política monetaria es el periodo de tiempo durante el cual se manifiestan los efectos de un cambio en la TPM sobre la economía, a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

De acuerdo a investigaciones realizadas por el BCP, se estima que el horizonte de política monetaria se ubica entre 18 y 24 meses, por lo que es independiente del año calendario.

### Proceso de toma de decisiones

El Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) es el órgano encargado de decidir el nivel de la TPM. El CEOMA se reúne mensualmente para analizar la coyuntura económica nacional y externa, la evolución de la inflación dentro del horizonte relevante de política y los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo. Si como resultado de esta evaluación se concluye que existen riesgos elevados de que la inflación se desvíe significativamente de la meta en el horizonte de política, y si estos riesgos no están asociados a choques externos temporales, el CEOMA realizará un ajuste en la TPM.

## Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia de sus decisiones, el CEOMA programa sus reuniones, cuyas fechas están publicadas con antelación en un calendario anual. Luego de cada reunión, se divulga un comunicado de prensa informando sobre la decisión adoptada y los fundamentos de la misma. Asimismo, luego de diez días de la reunión, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura, las perspectivas, los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo inflacionario y las consideraciones realizadas para la toma de decisiones. Además, se publica trimestralmente, a partir del presente documento, el Informe de Política Monetaria (IPoM).

## Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

- i) comunicar detalladamente a los agentes económicos la visión del BCP sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus implicancias para la conducción de la política monetaria;
- ii) dar a conocer el marco de análisis para la formulación de la política monetaria;
- iii) proporcionar información para la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y de la actividad económica.

Banco Central  
del Paraguay

## Resumen Ejecutivo

En los últimos meses, la actividad económica mundial ha presentado desempeños heterogéneos: recuperación de la economía de EE.UU, estancamiento de la Eurozona, desaceleración de las economías emergentes y un panorama regional que se ha venido deteriorando de manera considerable durante el transcurso del año. En el contexto doméstico, la actividad real ha mostrado una dinámica favorable, aunque se ha observado el debilitamiento de sectores puntuales, al tiempo que las presiones inflacionarias registradas a principios de año fueron disipándose, a medida que los efectos de las decisiones de política monetaria implementadas se han ido materializando gradualmente.

Uno de los principales sucesos a nivel mundial hace referencia al inicio del retiro gradual del programa de compra de activos de largo plazo por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) a partir de enero, el cual se debió, en parte, a la significativa perspectiva de recuperación de la economía estadounidense. Esto se confirmó con el importante repunte del PIB observado en el segundo trimestre (4,2% trimestral anualizado), respecto al magro desempeño del primero (-2,1%). Asimismo, a esta recuperación acompaña un mercado laboral más dinámico, reflejado en menores tasas de desempleo.

Sin embargo, en la Eurozona, el panorama no se vislumbra muy favorable, ya que en el segundo trimestre, la actividad económica se estancó, en parte, por el bajo desempeño del sector manufacturero de sus principales economías. El modesto crecimiento frenó el dinamismo del empleo, por lo que el Banco Central Europeo ha decidido implementar medidas de política monetaria más acomodaticias para estimular el crédito.

En China, debido al riesgo para el sector financiero derivados de las instituciones no reguladas (*shadow banking*) y a las perspectivas de menor crecimiento con respecto a la meta de 7,5% fijada por el gobierno para el 2014, las autoridades han anunciado algunas medidas focalizadas de estímulo fiscal y reformas a su mercado de capitales. Si bien, en los últimos meses, las medidas del gobierno han logrado estabilizar su crecimiento, el sector inmobiliario continúa débil.

Desde finales del año anterior, las proyecciones de crecimiento en Brasil se han venido corrigiendo a la baja para el 2014, lo cual se explica principalmente por disminuciones en los niveles de la inversión y del consumo público, además de un modesto dinamismo en el sector manufacturero y el desempeño negativo de la construcción y el comercio. Sin embargo, pese a la marcada contracción de la actividad económica, los niveles de inflación han superado el techo del rango meta establecido por el Banco Central de Brasil (6,5%). Por el lado de Argentina, continúa con una fuerte contracción de su economía, afectada en gran medida por la caída del consumo privado y de la demanda externa. A esta situación se suma la elevada depreciación de su moneda, la preocupante disminución de sus reservas internacionales y los elevados niveles de inflación.

En el ámbito local, la economía registró un crecimiento interanual de 3% en el segundo trimestre, explicado principalmente por el buen dinamismo de la industria en su conjunto, las construcciones y la mayoría de las ramas de los servicios. Esta tasa se situó por debajo de la observada en el primer cuarto (3,9%), afectada por la considerable retracción en la generación de electricidad por las binacionales. No obstante, es conveniente señalar que el PIB sin agricultura y sin binacionales sigue registrando un crecimiento importante (5,2%). Por otro lado, la demanda interna registró una variación interanual de 3,6% en el segundo trimestre, por encima del 2,7% del trimestre previo, por el mejor desempeño del consumo (privado y público), en tanto que la inversión ha registrado un menor ritmo de crecimiento.

Con respecto a la inflación, la misma ha mostrado una tendencia a la baja desde inicios de año. En enero, la inflación mensual se situó en 1,4% influenciada en gran parte por el ajuste de los precios de algunos servicios administrados, a partir de la cual se ha reducido gradualmente, registrándose incluso tasas negativas en tres meses consecutivos. Asimismo, en términos interanuales, tras alcanzar una tasa del 7% en mayo, se ubicó en 4,1% en el mes de setiembre.

En este contexto, desde finales del año anterior ya se vislumbraban presiones inflacionarias para los primeros meses del 2014, por lo que el CEOMA tomó la decisión, de manera oportuna, de reducir el impulso monetario, aumentando la TPM en 125 puntos básicos (pb) entre diciembre del 2013 y febrero del año en curso. Así, partiendo de un nivel de tasa de política de 5,5%, en los meses de diciembre y enero, se incrementaron la tasa de referencia en 50 pb cada mes, ubicándola en 6,5%, mientras que en febrero el aumento fue de 25 pb para llevar la TPM a 6,75%, cercana a la tasa de interés neutral. A partir del mes de marzo hasta setiembre, la TPM se mantuvo invariable en dicho nivel. Con estas medidas, las presiones inflacionarias se han ido disipando en el transcurso del año y han sido consistentes para garantizar que la inflación converja a la meta de 5% en el horizonte relevante de política monetaria.

El BCP seguirá monitoreando el escenario macroeconómico interno y externo, las proyecciones y las expectativas de los agentes económicos para la definición de su estrategia de política monetaria.

Banco Central  
del  
Paraguay

## Implementación de la Política Monetaria

En enero, en el escenario internacional se materializaba un cambio significativo para la economía mundial con el inicio del retiro del programa de compra de activos de largo plazo por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Con esta medida se esperaba una reversión de los flujos de capitales en países emergentes generando presión sobre el tipo de cambio nominal y el consecuente aumento de los precios domésticos por la apreciación del dólar norteamericano a nivel global. A lo anterior, se sumaba la expectativa de menores precios futuros de las materias primas que podrían generar una presión adicional sobre el mercado cambiario doméstico. Por otra parte, en el ámbito local, desde finales del 2013 se avizoraban eventuales presiones inflacionarias en el primer trimestre del 2014, debido a que la inflación núcleo, que refleja de manera anticipada la evolución de la inflación total, daba cuenta de este comportamiento. Además, se agregaba el efecto del incremento en las tarifas de bienes y servicios administrados con posibles efectos de segunda vuelta. Igualmente, se esperaba que la demanda interna, en la mayoría de sus componentes, creciera a una tasa por encima de su potencial.

Por lo tanto, el CEOMA decidió, al igual que en diciembre del 2013, un nuevo aumento de la TPM en 50 puntos básicos a 6,5% anual, dando continuidad al retiro gradual del estímulo monetario, lo cual era consistente con la convergencia de la inflación a la meta de 5% en el horizonte relevante de política monetaria.

En la reunión de febrero, se indicaba que las condiciones externas no habían variado significativamente y que aún persistían factores que podían incidir en la evolución futura del tipo cambio, considerando la recuperación de la economía estadounidense y el consecuente retiro gradual de los estímulos monetarios. En el plano interno, se resaltaba que se acentuarían las presiones inflacionarias en el primer trimestre, por un lado, por el efecto expansivo del fisco en dicho periodo y, por otra parte, se esperaba que los precios de productos de consumo importados de la región tengan una incidencia positiva en el nivel agregado de precios.

En ese contexto, el CEOMA decidió elevar la TPM en 25 puntos básicos, a 6,75% anual, ubicando a la política monetaria en una posición menos expansiva, pero garantizando la convergencia de la inflación a la meta de 5% en el horizonte de política.

En las reuniones de marzo, abril y mayo el escenario internacional se mantuvo relativamente estable, aunque se resaltaban la posible existencia de shocks externos reflejados en la continua perspectiva de desaceleración que venía mostrando Brasil y se mencionaba que el retiro gradual del estímulo monetario por parte de la Fed ya había sido internalizado por los mercados financieros. En el ámbito doméstico, en dichas reuniones se resaltaban que las presiones inflacionarias se estaban disipando en línea con lo esperado. Sin embargo, en la minuta de abril se destacaba que la aceleración de la inflación en los primeros meses del año fueron producidos por shocks de oferta transitorios que se estaban revirtiendo paulatinamente. Además, se resaltó que parte significativa de la respuesta de los precios al ciclo de ajuste monetario todavía debían materializarse debido al rezago con que se manifiestan los efectos de la política monetaria. Considerando tales escenarios externos y domésticos, en aquellas sesiones, el CEOMA decidió mantener la TPM en 6,75% anual, levemente por debajo de la tasa neutral y coherente con la convergencia de la inflación al 5% en el horizonte de política monetaria.

En junio, en el ámbito externo se destacaba la marcada debilidad en el panorama regional, en particular, por el creciente debilitamiento de la actividad económica en Brasil en un entorno de alta inflación respecto a su meta, mientras que se resaltaba el desfavorable panorama económico de Argentina, tanto por una elevada inflación como por los problemas referentes al fallo de la Corte Suprema de EE.UU. relacionado a la no aceptación de la renegociación de su deuda soberana. En el contexto interno, la actividad económica mantenía una dinámica favorable. Sin embargo, sectores puntuales habían sido afectados negativamente por el desempeño de las economías vecinas. Las presiones inflacionarias continuaban diluyéndose, pero, se indicaba que los bajos

niveles de inflación e incluso deflaciones en los primeros meses del año anterior, explicaban en gran parte que la inflación interanual se encontrara por encima del 5%.

Bajo ese escenario, el CEOMA nuevamente decidió mantener la TPM en 6,75% anual, consistente con la convergencia de la inflación al 5% en el horizonte de política y manifestando que la actividad productiva doméstica seguía expandiéndose conforme a lo esperado y que el debilitamiento registrado en algunos sectores no significaba una desaceleración de la economía en su conjunto.

En julio, en el ámbito internacional, los datos macroeconómicos en economías clave mostraban un deterioro, que reduciría el crecimiento económico mundial y regional esperado para el año. Considerando ese panorama, se señalaba que esas debilidades mundiales y regionales podían tener un impacto en la proyección del crecimiento de Paraguay. En Brasil, al creciente debilitamiento de la actividad económica, se adicionaba una inflación que se ubicaba por encima del rango meta. En Argentina, por su parte, además de una elevada inflación y marcada debilidad económica, persistía la incertidumbre acerca de la resolución del conflicto con tenedores de deuda soberana. Por el lado doméstico, los indicadores de actividad seguían expandiéndose aunque a tasas menores, debido fundamentalmente al modesto crecimiento de algunas actividades en el sector terciario (gobierno) y la caída en la producción de energía de las binacionales. Sin embargo, sectores como la industria y las construcciones seguían mostrando un desempeño muy favorable, al tiempo que las presiones inflacionarias se disipaban.

El CEOMA resaltó que la actividad económica mantenía un ritmo dinámico, pero con una cierta desaceleración en el margen, por lo que decidió mantener la TPM en 6,75% anual, próxima a la tasa neutral, garantizando la convergencia de la inflación al 5% en el horizonte de política monetaria.

En agosto, la economía global se mantenía débil, puesto que en Europa, las altas tasas de desempleo, ligadas a la consolidación fiscal y a incertezas políticas constituían elementos de contención de las inversiones y el

crecimiento. Sin embargo, se confirmaban cifras que mejoraban las perspectivas económicas de Estados Unidos. A nivel regional, los niveles de actividad económica de los principales socios comerciales del Paraguay mostraban una marcada debilidad. Brasil continuaba con crecimiento económico frágil e inflación cercana al límite superior de la banda objetivo, mientras que Argentina seguía con elevada inflación, contracción de la actividad económica y una considerable depreciación del tipo de cambio paralelo, afectado por la declaración al país en default selectivo, por parte de las calificadoras de riesgos internacionales. En el ámbito local, a pesar de las debilidades puntuales, las construcciones y la industria en su conjunto seguían mostrando un importante dinamismo al cierre del primer semestre. Asimismo, se resaltaba que la caída de los precios en los últimos meses estaba influenciada por el comportamiento de algunos pocos rubros de la canasta.

En esa reunión, el CEOMA destacó que la actividad económica mantenía su dinamismo favorable pero seguía observando cierta desaceleración en contados sectores, como se había enfatizado anteriormente. En ese contexto, la decisión nuevamente fue mantener la TPM en 6,75% y consistente con un escenario en que la inflación converge al 5% en el horizonte relevante de política monetaria.

En setiembre, el escenario internacional no había registrado cambios significativos en materia de actividad e inflación. Los resultados positivos de Estados Unidos contrastaban con los de la Eurozona, que aún no lograba un nivel de crecimiento sostenido para consolidar su recuperación. En la región, en Brasil se esperaba que continúen con las presiones inflacionarias hasta el 2015, pese a la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento. En Argentina, además de la contracción de la economía y elevada inflación, se acentúa la depreciación del tipo de cambio frente a una caída de las reservas internacionales. En el panorama doméstico, la industria, las construcciones y la mayoría de las actividades del sector terciario seguían mostrando un desempeño favorable, mientras algunos sectores (agricultura y binacionales) permanecían débiles. Igualmente, los servicios gubernamentales estaban mostrando gradual recuperación. Por otra parte, se



señalaba que la evolución reciente de los precios sigue siendo explicada por algunos productos de la canasta.

En esa sesión, el CEOMA resaltó que, si bien seguían existiendo sectores de la economía desacelerados por factores externos, éstos tenían menor dependencia de la política monetaria que aquellos sectores que continuaban

presentando un ritmo expansivo. Bajo ese escenario, nuevamente se decidió mantener la TPM en 6,75%, destacando que la misma continuaba por debajo de su nivel neutral y consistente con un escenario donde la inflación anual converge al 5% en el horizonte política monetaria.

Banco Central  
del Paraguay

## I. Entorno Internacional y Regional

### Actividad económica

Los datos de las principales economías avanzadas y emergentes, correspondientes al primer semestre, llevaron al ajuste a la baja de las proyecciones del crecimiento mundial para el 2014, sin afectar de manera significativa las perspectivas para el 2015 (tabla I.1). En las economías desarrolladas, la sorpresiva contracción de la actividad económica de Estados Unidos durante el primer trimestre y la débil recuperación de la Eurozona, explican parcialmente esta revisión. Por otro lado, en las economías emergentes, la desaceleración de China y América Latina fue mayor a la pronosticada con anterioridad. La menor dinámica prevista a nivel regional se trasluce en las previsiones de crecimiento más moderadas de los principales socios comerciales de Paraguay, mientras que para los socios del bloque Mercosur el ajuste fue mucho más pronunciado, fundamentalmente explicado por la marcada corrección a la baja que tuvieron las proyecciones de Argentina y Brasil.

En Estados Unidos, los últimos datos revisados del Producto Interno Bruto (PIB) del segundo trimestre confirman un importante repunte de la actividad económica del 4,2% trimestral anualizado, impulsado por el consumo privado, la inversión en inventarios privados y las exportaciones. Este resultado se produce luego de la contracción observada durante el primer cuarto debido a condiciones climáticas adversas, que llevaron a una revisión a la baja de las proyecciones del PIB para el 2014. Por su parte, el mercado laboral acompañó esta recuperación con una disminución de la tasa de desempleo a un ritmo mayor de lo esperado a inicios de año, reduciéndose hasta 6,1% en agosto. Con respecto a las condiciones sectoriales, los índices de difusión del sector manufacturero muestran que las expectativas mejoraron a lo largo del año debido principalmente al incremento en los niveles de producción y al crecimiento de la demanda doméstica y externa (gráfico I.1).

En la Eurozona, la actividad económica se estancó durante el segundo trimestre, a pesar del resultado positivo registrado por España, Portugal y Holanda (0,6%, 0,6% y 0,5% trimestral, respectivamente). El estancamiento de Francia y la

**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**  
Variación anual, porcentaje

	2013 (e)	2014 (IPoM 2013)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo	2,6	3,7	2,6	3,1	3,2
Estados Unidos	2,2	2,8	2,1	3,0	2,9
Eurozona	-0,4	1,0	0,8	1,4	1,7
China	7,7	7,5	7,4	7,2	7,0
América Latina	2,5	2,8	1,2	2,3	3,2
Brasil	2,5	2,3	0,6	1,4	2,5
Argentina	2,9	1,8	-1,4	0,3	2,5
Socios comerciales	2,1	2,6	1,5	2,2	2,8
Socios Mercosur	2,7	2,6	0,1	1,0	2,0

(e): Estimación.

IPoM 2013: cifras correspondientes a la proyección del último IPoM.

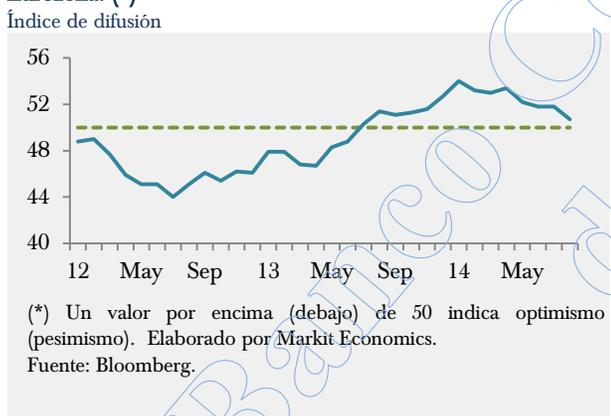
(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg y Consensus Forecast para 2014 y 2015. 2016 corresponde a datos de Bloomberg.

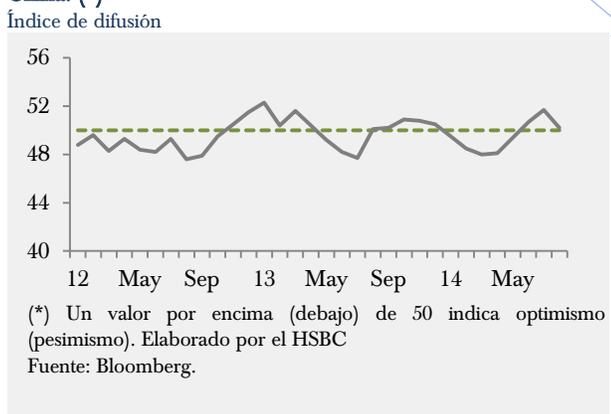
**Gráfico I.1**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en EE.UU. (\*)**



**Gráfico I.2**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Eurozona. (\*)**



**Gráfico I.3**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en China. (\*)**



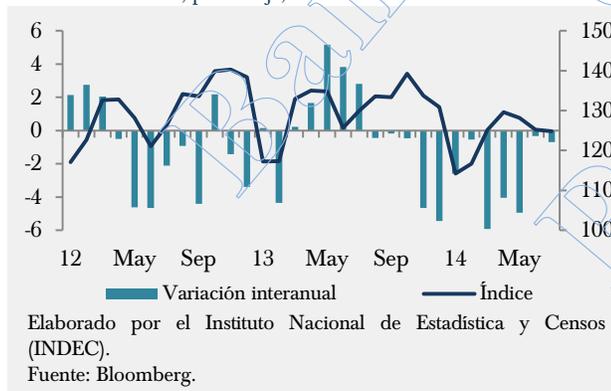
inesperada contracción de dos de sus principales motores, Alemania e Italia, contribuyeron al nulo crecimiento de la región, luego de una modesta expansión del 0,2% trimestral observada durante el primer trimestre. Desde la óptica de la demanda, a pesar del moderado crecimiento del consumo privado, el escaso dinamismo del comercio exterior y la caída de la inversión impactaron negativamente en el crecimiento. Por otra parte, las expectativas del sector manufacturero, medidas por el índice PMI, se mantienen en un nivel positivo pero a la baja (gráfico I.2), lo cual refleja la desaceleración registrada en quince países de la región. Este escenario de incertidumbre económica, sumado a las tensiones geopolíticas, impactaron levemente en las expectativas de crecimiento, teniendo en cuenta que se espera un repunte en los próximos trimestres, impulsado por el paquete de estímulo monetario anunciado en junio. El mercado de trabajo continuó con su recuperación moderada iniciada en setiembre del 2013, con un descenso en la tasa de desempleo hasta 11,5% en julio. Si bien se observan resultados heterogéneos entre los países miembros, a nivel agregado el estancamiento de la actividad económica frenó el dinamismo del empleo. El mercado espera que los altos niveles de capacidad ociosa de la fuerza laboral no muestren cambios significativos, retrasando el descenso de la tasa de desempleo.

En China, su crecimiento del 7,5% interanual durante el segundo trimestre superó las expectativas del mercado y se ubicó marginalmente por encima del 7,4% registrado en el trimestre anterior. Sin embargo, a pesar de que este resultado se mantuvo en línea con la meta de crecimiento del gobierno y con las medidas de estímulo fiscal y monetario anunciadas en los últimos meses, las expectativas para el 2014 se mantienen en 7,4%. Las señales de enfriamiento del sector inmobiliario, reflejadas en la menor expansión de las construcciones y una caída en los precios de las viviendas y venta de inmuebles, impactaron sobre las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Además, a esto se agregan los riesgos del sistema financiero derivados de las instituciones no reguladas (*shadow banking*). En el sector manufacturero, si bien las condiciones mejoraron respecto a inicios de año en forma sostenida, se observó un deterioro en el margen, frente a una aparente ralentización de la demanda doméstica y de los niveles de producción (gráfico I.3).

**Gráfico I.4**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Brasil(\*)**



**Gráfico I.5**  
**Argentina : Estimador Mensual Industrial**  
Variación interanual, porcentaje; índice 2006 = 100



A nivel regional, la actividad económica en Brasil registró caídas consecutivas del 0,2% y 0,6% trimestral durante el primer y segundo trimestre, respectivamente. Los menores niveles de inversión y de consumo público impactaron negativamente sobre el crecimiento, además de un menor dinamismo en el sector manufacturero y el desempeño negativo de la construcción civil y el comercio. Esta contracción de la actividad ratifica los resultados observados en las condiciones del sector manufacturero, medidas por el índice PMI (gráfico I.4), las cuales fueron afectadas por incrementos en los costos de producción y por un debilitamiento de la demanda interna. De acuerdo con los últimos indicadores de corto plazo, se espera una modesta mejora en el crecimiento durante el tercer trimestre. Sin embargo, frente a los resultados del primer semestre, las expectativas de crecimiento del sector privado mantienen su tendencia a la baja. De confirmarse estas perspectivas, el crecimiento de la economía brasilera sería el más bajo desde el año 2009, cuando se materializaron los efectos de la crisis financiera mundial.

Por su parte, Argentina registró una contracción de la actividad del 0,8% trimestral durante el primer trimestre, continuando con la tendencia a la baja observada desde el segundo semestre de 2012. A pesar del crecimiento del consumo público, la caída del consumo privado y de la demanda externa (explicada parcialmente por el desempeño negativo de la economía brasilera), incidieron negativamente sobre el resultado del PIB. Asimismo, al mes de julio, el sector manufacturero, el cual representa 20% del PIB, registró doce meses consecutivos de contracción en la producción (gráfico I.5), lo cual redujo la demanda de mano de obra y la cantidad media de horas trabajadas. En consecuencia, las perspectivas fueron revisadas a la baja de un crecimiento modesto a una contracción para el cierre del 2014, inclusive mayor a la registrada durante el primer trimestre.

### Inflación y Política Monetaria

En las economías desarrolladas, las diferencias en las tendencias de la inflación se explican por el ritmo de recuperación de la actividad económica. En Estados Unidos, los incrementos observados en los precios al consumidor durante el 2014 en torno a la meta de la Reserva Federal (Fed) del 2%, ratifican el repunte de la economía. Por su

**Gráfico I.4**  
**Inflación en economías desarrolladas**

Variación interanual, porcentaje



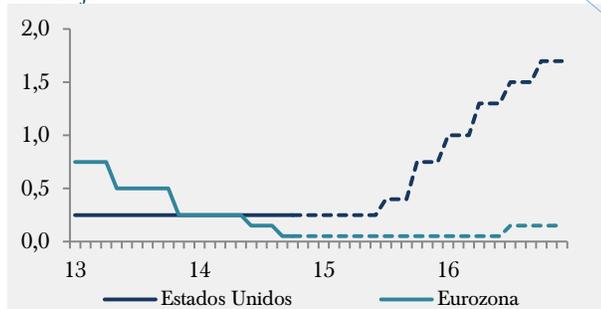
**Gráfico I.5**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



**Gráfico I.6**  
**Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas (\*)**

Porcentaje



(\*) A partir de octubre 2014, se efectúa un cálculo de tasas de interés implícitas en los precios de contratos futuros.

Fuente: Bloomberg.

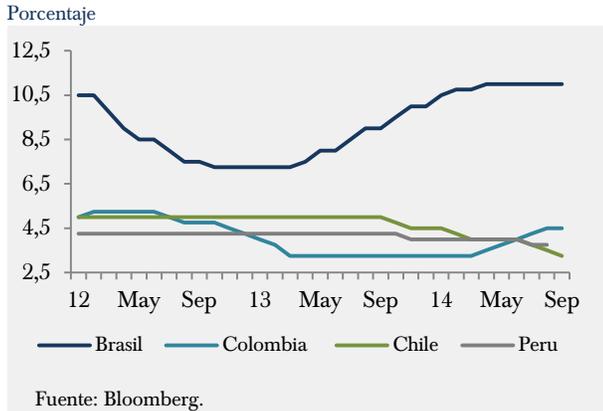
parte, la inflación en la Eurozona ha registrado una tendencia a la baja, muy alejada de la meta de mediano plazo del 2% del Banco Central Europeo (BCE), y manteniendo latente la amenaza de una deflación en una región que aún no logra una sólida recuperación económica (gráfico I.4).

En la región, Brasil registró una aceleración de la inflación durante el 2014 (gráfico I.5), alcanzando tasas que se ubicaron por encima del techo del rango meta (6,5%) del Banco Central de Brasil (BCB). Este resultado se explica en parte por una depreciación del real brasileño frente al dólar estadounidense, además de las presiones inflacionarias internas y con niveles de difusión en torno al 67% de los precios de la canasta. En Argentina, las cifras oficiales y privadas registran una inflación acumulada a agosto del 18,2% y 23,2%, respectivamente. La marcada depreciación del tipo de cambio oficial y paralelo, los incrementos registrados en más del 90% de los precios de los productos de la nueva canasta y los incrementos en los costos salariales, mantienen las presiones inflacionarias, a pesar de la contracción de la actividad económica.

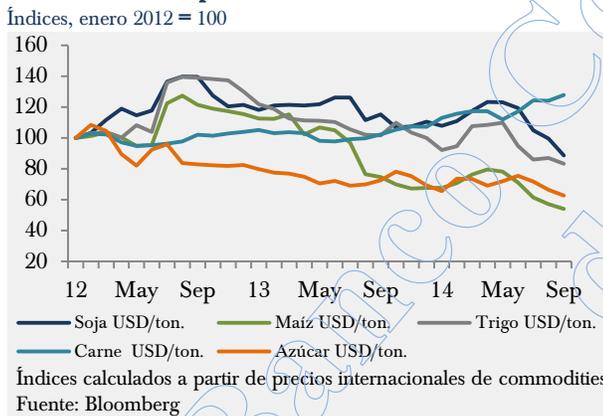
Con respecto a las decisiones de política monetaria, en el mediano plazo se espera que la normalización de las TPM en las economías desarrolladas sean mixtas (gráfico I.6). En Estados Unidos, la Fed mantuvo sus tasas de referencia en las últimas reuniones, a pesar de la reducción de la tasa de desempleo, pues considera que aún persiste una subutilización de los recursos laborales. Por este motivo, las previsiones para un endurecimiento de la política monetaria se mantienen para mediados de 2015. Por su parte, frente a los últimos datos de actividad, inflación y empleo correspondientes al 2014, el BCE realizó un segundo recorte en sus tasas referenciales a mínimos históricos, las cuales se mantendrían a lo largo del 2015 de acuerdo a las expectativas de mercado.

En Brasil, el perfil de la política monetaria continuó siendo contractivo durante el 2014 a diferencia de la mayoría de los países con esquemas de metas de inflación de la región (gráfico I.7). De acuerdo a sus últimos comunicados, no se esperan cambios hasta finales de 2014, mientras el mercado espera un ajuste al alza a mediano plazo con expectativas de inflación por encima de la meta. En Argentina, por su parte, las expectativas de depreciación del tipo de cambio se

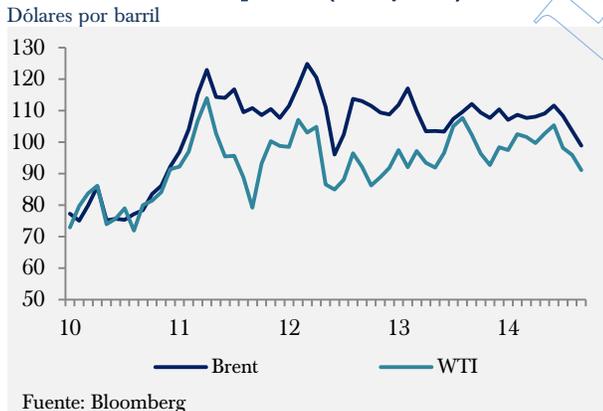
**Gráfico I.7**  
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación



**Gráfico I.8**  
Precios de materias primas



**Gráfico I.9**  
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



acentuaron luego de que el país fue declarado en default selectivo. Las intervenciones cambiarias no han logrado contrarrestar esta tendencia, mientras las reservas internacionales volvieron a mostrar una trayectoria decreciente similar a la observada a comienzos del año, debido a los pagos de deuda que fueron realizados con las mencionadas reservas.

En cuanto a la política monetaria no convencional, la Fed culminaría con su programa de compra de activos en octubre. Por su parte, el BCE reforzó su recorte de tasas con un paquete de estímulos monetarios anunciado en junio, el cual sería complementado con un programa de compra de valores respaldados por activos y con la compra de bonos garantizados, manteniendo su política monetaria con un claro sesgo hacia una flexibilización cuantitativa pura. En China, el financiamiento social total no logra sostener el crecimiento esperado por el mercado debido a un incremento sostenido de la morosidad y las debilidades observadas en el mercado inmobiliario. En Brasil, el BCB redujo el capital y reservas requeridos a bancos comerciales esperando revertir la desaceleración del crédito.

### Materias primas

Los precios de los granos en los últimos meses han descendido de manera significativa, en especial el precio de la soja, que registró una caída de aproximadamente 28% entre abril y setiembre. Para el mismo periodo, los precios del maíz y el trigo disminuyeron en torno a 32% y 23%, respectivamente (gráfico I.8). Este comportamiento se explica principalmente por las perspectivas favorables de producción, debido al buen clima, especialmente en EE.UU.

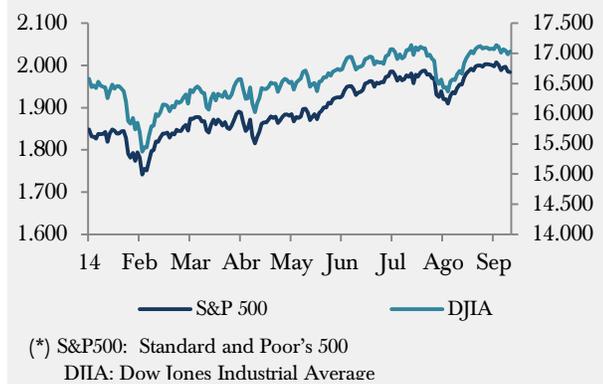
El precio de la carne bovina siguió con una tendencia al alza. Al mes de setiembre, se ubicó en un 25% por encima del promedio verificado en el año anterior, debido en gran parte, a una escasez de oferta en EE.UU y México.

El precio del azúcar observó un leve incremento a inicios de año, no obstante, desde finales del primer semestre registró una marcada tendencia a la baja, explicada por las perspectivas de mejora de producción en India, Unión Europea y Rusia.

**Gráfico I.10**

**Mercado bursátil de Estados Unidos**

Índices S&P500; DJIA (\*)



**Gráfico I.11**

**Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales**

Índice DXY (\*)



El precio del petróleo (Brent y WTI) se mantuvo en niveles elevados hasta finales del primer semestre, sin embargo, en los últimos meses se redujo en torno al 4%, influenciado en gran medida, por la disminución de la demanda de China, debido a una desaceleración del crecimiento del sector industrial (gráfico I.9).

**Mercados financieros internacionales**

Los mercados financieros en Estados Unidos, en línea con la recuperación de la actividad económica, registraron picos históricos en el Índice S&P 500 y Dow Jones (gráfico I.10). Esta tendencia se vio reforzada por la caída en los mercados financieros europeos, debido principalmente a la incertidumbre económica y las tensiones geopolíticas en la región. Este escenario, conjuntamente con la recuperación de la economía estadounidense, podrían ser algunos de los factores que inciden en la marcada apreciación del dólar frente a las monedas de sus principales socios comerciales en los últimos tres meses (gráfico I.11).

## II. Mercados Financieros

**Gráfico II.1**

**Tasa de política monetaria e inflación**

TPM e Inflación interanual, porcentaje

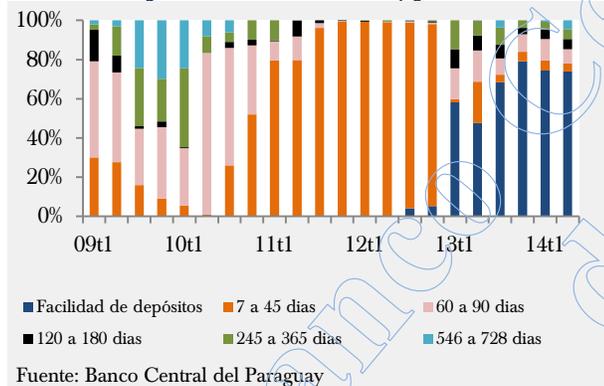


### Política Monetaria

Luego de un periodo de más de doce meses de estabilidad de la TPM en 5,5%, la misma fue ajustada paulatinamente desde el mes de diciembre de 2013 hasta alcanzar 6,75% en el mes de febrero de 2014. Estos cambios en el nivel de la tasa de referencia, para ubicarla en una posición próxima a la neutral, estaban fundamentados en las presiones inflacionarias que se avizoraban para el primer semestre y que requerían ajustes de la TPM para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte relevante de política monetaria. Consistente con ese objetivo, entre los meses de marzo a setiembre, la tasa de referencia se ha mantenido en el mismo nivel.

**Gráfico II.2**

**Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días**



En los últimos meses, la dinámica del sector real ha sido favorable, aunque se ha observado el debilitamiento de algunos sectores puntuales, principalmente la generación de energía eléctrica de las binacionales y la producción agrícola. Teniendo en cuenta que estos sectores debilitados están poco ligados a la política monetaria, el CEOMA decidió mantener la TPM en 6,75%, puesto que la misma sigue siendo coherente con una inflación del 5% en el horizonte de proyección (gráfico II.1).

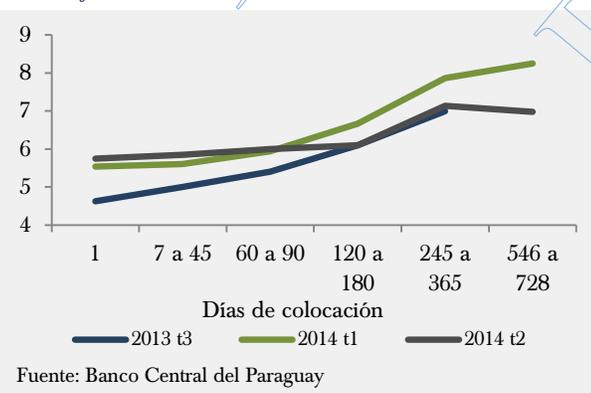
### Instrumentos de Regulación Monetaria

A partir de inicios del 2013 se ha observado un cambio en la evolución del perfil de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), destacándose el incremento que han tenido aquellas con mayores plazos. Así, al segundo trimestre de 2014 las colocaciones a 1 día se ubicaron en 74% y las de plazos mayores en 26%. Particular atención se debe prestar a las colocaciones que van desde 245 a 728 días, las cuales representaban solamente el 3,9% en el cuarto trimestre de 2013, para incrementarse al 9,5% al cierre del segundo trimestre de 2014 (gráfico II.2).

**Gráfico II.3**

**Tasas de rendimiento de IRM por plazos**

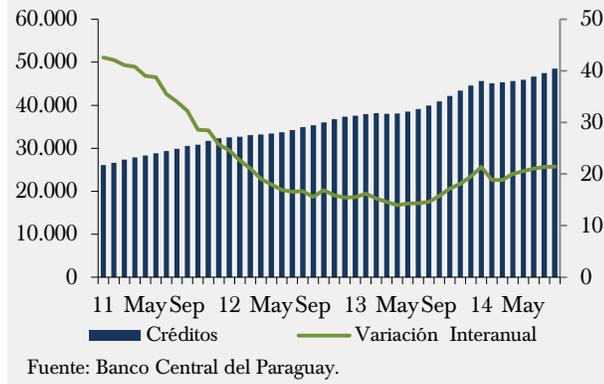
Porcentaje



Estos cambios de composición hacia instrumentos a plazos más largos constituyen señales de la confianza que actualmente tiene el mercado en la estabilidad de precios futura. Asimismo, el comportamiento de las curvas de

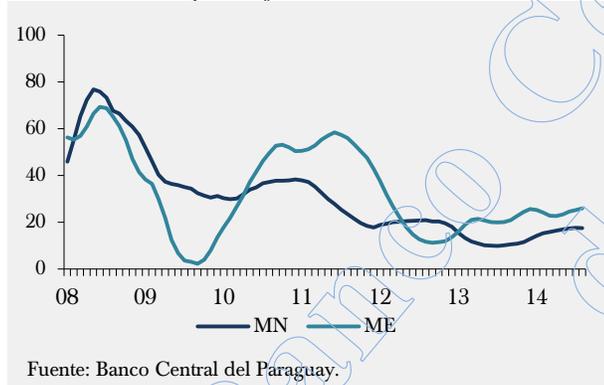
**Gráfico II.4**  
**Evolución del Crédito**

Miles de millones de guaraníes; variación interanual, porcentaje



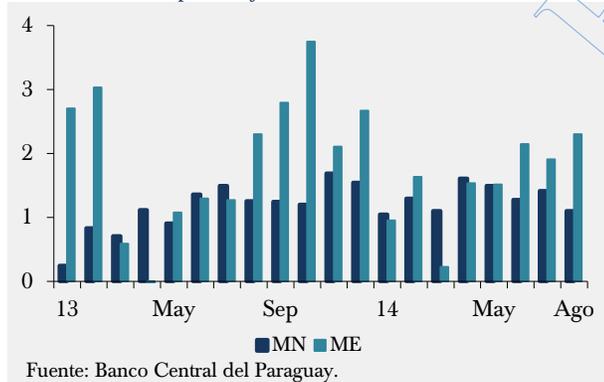
**Gráfico II.5**  
**Evolución del Crédito**

Variación interanual, porcentaje



**Gráfico II.6**  
**Crédito MN y ME**

Variación mensual, porcentaje



rendimiento de los IRM refleja ese hecho. Esto se observa en las menores tasas requeridas por el mercado para plazos superiores a 180 días y en el cambio de la pendiente para los instrumentos de mayor plazo, al considerar la curva correspondiente al segundo trimestre del 2014.

Con respecto a los agregados monetarios, el M0 registró una variación interanual promedio de 8,8% en el primer semestre del 2014, inferior al 16,3% observado en el mismo periodo del 2013, lo cual es consistente con los escenarios de crecimiento nominal de cada año. Por su parte, el M2 mostró una tasa de variación promedio de 9,7% en los primeros seis meses del año, por debajo del 18,8% del primer semestre del año anterior.

### Condiciones Financieras

A lo largo del año 2014, se ha verificado un importante dinamismo de los créditos bancarios al sector privado no financiero. En el mes de agosto, crecieron a una tasa interanual promedio de 20,4%, por encima del 14,6% registrado en el mismo mes del año anterior. Por tipo de moneda también se observa una tendencia al alza. Así, los créditos en moneda local registraron un incremento de 17,4%, mientras que aquellos denominados en moneda extranjera crecieron 26,4%. En términos mensuales, las variaciones se ubicaron en 1,1% y 2,3% para los préstamos en moneda local y extranjera, respectivamente. Considerando que Paraguay se encuentra en una etapa de profundización financiera, las tasas de crecimiento observadas en los créditos aún se mantienen en niveles sostenibles (gráficos II.4, II.5 y II.6).

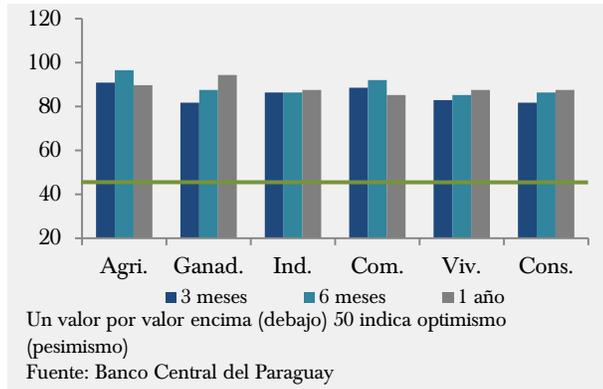
De acuerdo a la encuesta sobre la situación general del crédito, las expectativas sobre el comportamiento de la economía siguen siendo positivas, conforme a la percepción de los intermediarios financieros para la concesión de créditos al sector privado. Asimismo, los indicadores de difusión de créditos por sectores muestran dinamismo favorable de los mismos a lo largo del año, que además se refleja en las expectativas optimistas sobre la situación del crédito a distintos horizontes (gráfico II.7).

En el mercado cambiario, si bien a inicios de año el tipo de cambio nominal registró una depreciación respecto al dólar, posteriormente el guaraní se ha fortalecido de manera importante, lo que se explica básicamente por un saldo

**Gráfico II.7**

**Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores**

Índice de difusión



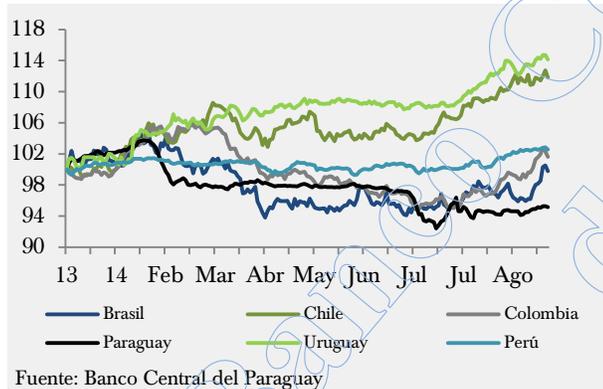
superavitario de la balanza comercial, por el importante incremento de las exportaciones y por las reducciones de las importaciones. Así, el tipo de cambio nominal se apreció de enero a agosto aproximadamente en 7,9%, promediando en el mes de agosto los 4.270 G/USD. De esta manera, el guaraní ha sido una de las monedas que más se ha fortalecido en la región (gráfico II.8).

Consistente con el comportamiento del tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) también se ha fortalecido respecto de principios de año. La apreciación del TCR además guarda relación con el diferencial entre la tasa de inflación interna y externa, donde la tasa de variación de los precios domésticos tuvieron una dinámica superior a la de los precios externos. En este contexto el TCR registró una apreciación en torno al 7,7 % de enero a agosto (gráfico II.9).

**Gráfico II.8**

**Tipo de cambio respecto al dólar**

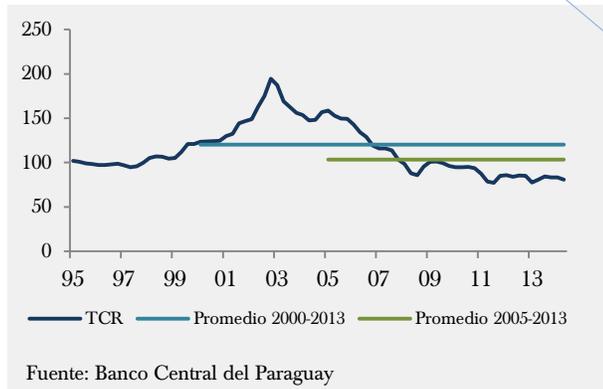
Índice 18-dic-2013 = 100



**Gráfico II.9**

**Tipo de cambio real**

Índice 1995 = 100



### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

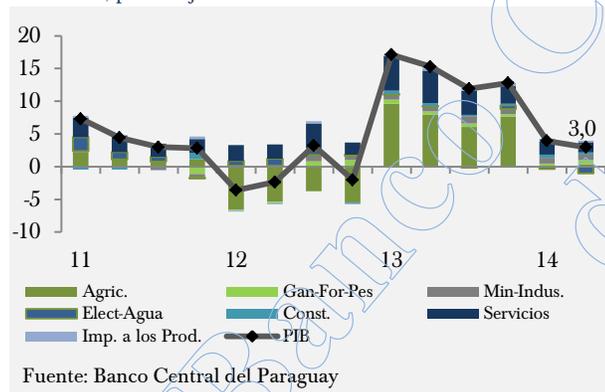
Sectores	Pond. 2013	2013				2014	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura	18.7	59.8	58.6	54.9	55.9	0.4	2.1
Ganadería, forestal y pesca	6.2	10.7	8.1	6.2	5.6	7.0	11.1
Industria y minería	10.2	6.7	7.2	10.5	7.2	8.9	8.4
Electricidad y agua	12.1	1.1	0.6	-1.3	4.4	-2.7	-8.0
Construcción	3.4	15.6	13.5	4.3	7.1	15.5	10.0
Servicios	43.0	12.2	10.9	8.0	5.8	4.9	3.6
Impuestos a los productos	6.4	3.6	9.1	7.9	6.8	7.6	4.0
<b>PIB Total a precio de mercado</b>	<b>100.0</b>	<b>17.1</b>	<b>15.3</b>	<b>11.9</b>	<b>12.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>
<b>PIB sin Binacionales</b>	<b>89.5</b>	<b>19.5</b>	<b>17.7</b>	<b>13.8</b>	<b>13.8</b>	<b>5.0</b>	<b>4.5</b>
<b>PIB sin Agricultura ni Binacionales</b>	<b>70.8</b>	<b>10.5</b>	<b>10.2</b>	<b>7.9</b>	<b>6.1</b>	<b>6.4</b>	<b>5.2</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2013	2013				2014	
		I	II	III	IV	I	II
Consumo hogares	64.4	6.5	4.5	3.1	4.3	2.5	3.5
Consumo gobierno	9.4	12.8	7.8	-0.2	2.5	-2.6	1.9
Formación Bruta de Capital	19.2	34.0	20.8	12.2	18.4	5.9	4.7
Exportaciones	59.7	22.2	22.1	19.1	10.4	7.1	-1.2
Importaciones	52.7	11.8	9.9	6.6	0.3	5.3	-1.0
<b>PIB Total a precio de mercado</b>	<b>100.0</b>	<b>17.1</b>	<b>15.3</b>	<b>11.9</b>	<b>12.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

#### Actividad y demanda

En el primer semestre del año, la actividad económica y la demanda interna han evolucionado favorablemente, no obstante, se ha verificado el debilitamiento de algunos sectores puntuales, principalmente la producción de energía eléctrica de las binacionales, la agricultura y los servicios gubernamentales.

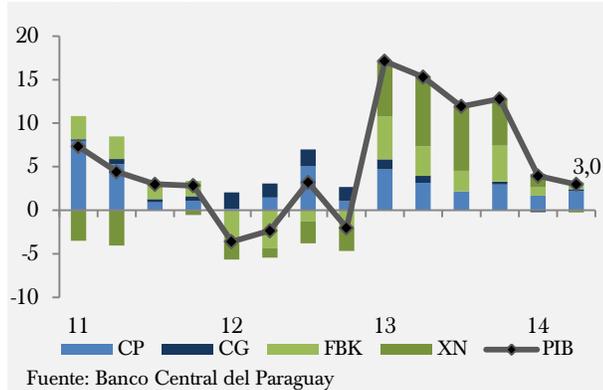
En el segundo trimestre, el PIB tuvo una expansión interanual del 3%, inferior al 3,9% registrado en el trimestre anterior (tabla III.1). Este resultado está fuertemente influenciado por el sector de electricidad y agua (siendo la producción de energía eléctrica el componente que genera mayor valor agregado). Dicho sector presentó una variación interanual de -8% debido a factores inherentes al funcionamiento de las hidroeléctricas, arrojando una incidencia en el PIB de -1 punto porcentual.

En contraste, se observa que sectores como la agricultura, la ganadería y toda su cadena productiva, como la industria cárnica, aceitera y láctea presentaron resultados muy favorables. A este grupo, se adhiere con fuerza el sector de las construcciones que sigue pujante al segundo trimestre, así como también los sectores relacionados a dicha actividad, como la minería y producción de materiales de construcción.

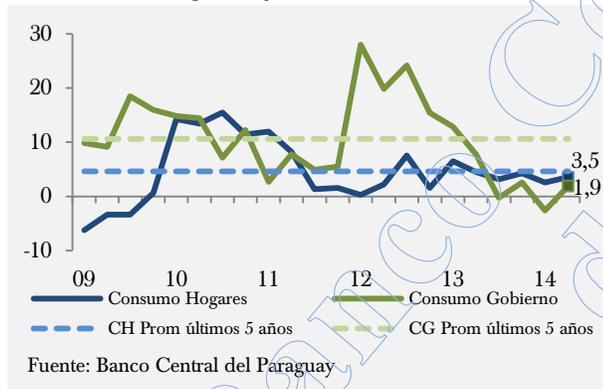
Asimismo, se debe destacar que otras industrias no relacionadas al agro tuvieron resultados positivos, advirtiéndose así una mayor diversificación en la industria en su conjunto. El sector servicios tuvo un crecimiento interanual de 3,6%, principalmente por el desempeño del comercio, los servicios financieros y los servicios de hoteles y restaurantes. En ese contexto, el PIB sin agricultura ni binacionales, tuvo un crecimiento de 5,2%, en el segundo trimestre del 2014.

En el segundo trimestre del 2014, la demanda interna registró una variación interanual de 3,6%, debido principalmente al desempeño favorable del consumo (privado y público), mientras que la inversión ha registrado un menor ritmo de crecimiento con respecto al primer cuarto (tabla III.2). Así, ambos componentes tuvieron incidencias positivas en el crecimiento, de 2,4 y 0,8 puntos porcentuales,

**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencias, porcentaje



**Gráfico III.3**  
**Consumo total**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.4**  
**Indicador evolución del sector construcción**  
Variación interanual, porcentaje; índice 1994 = 100



respectivamente (gráfico III.2).

En cuanto al consumo privado, se observó que tanto las compras de bienes durables, semi-durables como no durables presentaron incrementos interanuales de 4,1%, 1,9% y 3,1%, respectivamente.

Referente al consumo de gobierno, este ha iniciado una paulatina recuperación, tras un periodo de ajustes fiscales llevados a cabo a partir de finales del 2013. En el segundo trimestre, este componente de la demanda registró un crecimiento interanual de 1,9%, como resultado de las mayores compras de bienes y servicios (gráfico III.3). De acuerdo a los indicadores adelantados de este sector, se verificaría un mayor dinamismo en el tercer trimestre, considerando además la evolución positiva que vienen mostrando las recaudaciones tributarias.

En el segundo trimestre, la inversión ha registrado una variación interanual de 4,7%, con comportamientos dispares de sus principales componentes. Por un lado, las construcciones han seguido con la dinámica esperada de crecimiento debido a las importantes obras llevadas a cabo principalmente por el sector privado (gráfico III.4). Por otro lado, las adquisiciones de bienes de capital no pudieron alcanzar los mismos niveles del segundo trimestre del 2013. El año anterior se caracterizó por grandes compras de maquinarias pesadas, lo cual, además de condicionar el trimestre actualmente analizado, probablemente también lo hará con el resto del periodo 2014, debido al importante efecto base.

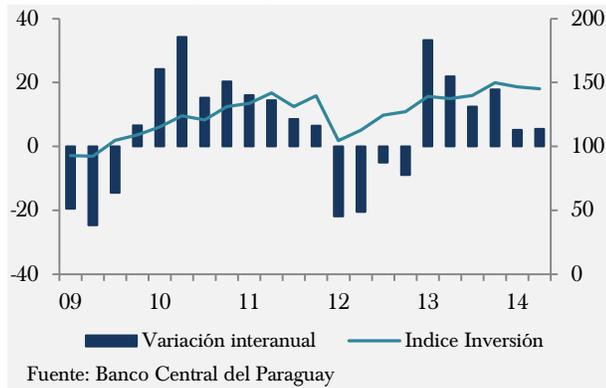
Con respecto a la previsión de crecimiento para el 2014, esta fue revisada a la baja, de una tasa de 4,8% a una de 4%. Pese a esta corrección, la economía sigue su curso expansivo, y se destaca una mejor calidad del crecimiento, tal que, excluyendo sectores como binacionales y agricultura la revisión fue al alza. No obstante, cabe destacar, que este crecimiento de 4% sigue siendo superior al estimado para América Latina (1,2%).

De esta manera, las perspectivas para el consumo y la inversión son favorables. Por un lado, se prevé la continuidad de la expansión de las construcciones, que es un sector con importantes efectos multiplicadores sobre la economía, y que además genera empleo para un estrato de la población con

**Gráfico III.5**

**Indicador evolución de la inversión total**

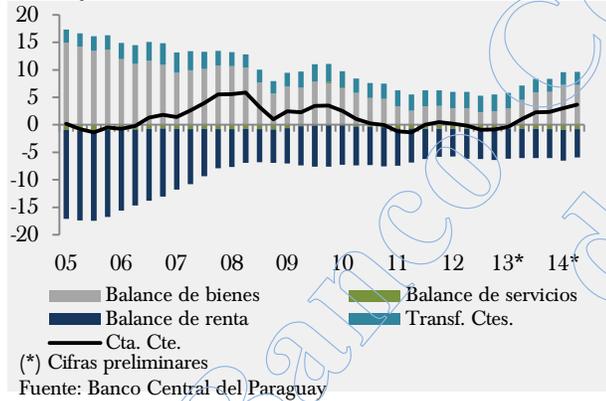
Variación interanual, porcentaje; índice 1994 = 100



**Gráfico III.6**

**Saldo de la Cuenta Corriente**

Porcentaje del PIB



**Tabla III.3**

**Cuenta Corriente**

	2013*	2014(f)
<b>Cuenta Corriente</b> (millones de USD)	<b>620,6</b>	<b>350,7</b>
Balanza Comercial	1.662,3	1.514,8
Exportaciones	13.604,7	13.705,3
Importaciones	-11.942,4	-12.190,5
Servicios	-227,4	-265,8
Renta	-1.502,1	-1.580,4
Transferencia Corriente	687,6	682,1
<b>Cuenta Corriente / PIB</b> (porcentaje)	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

una propensión marginal a consumir relativamente alta. En ese sentido, puede constituirse en un factor dinamizador de la demanda interna en el segundo semestre. Además, el buen desempeño de las compras de bienes durables, es señal de que los agentes están vislumbrando un panorama optimista en relación a los ingresos futuros. Asimismo, existe una percepción de que el crédito al consumo seguirá manteniendo un ritmo expansivo.

**Cuenta Corriente**

En el segundo trimestre, el saldo de la cuenta corriente ascendió a USD 674,6 millones, monto superior al registrado en igual periodo del año anterior en USD 222 millones. El valor de las exportaciones de bienes ascendió a USD 3.827,6 millones en ese periodo, mientras que el acumulado al cierre del primer semestre totaliza USD 7.298,1 millones, superior en 3,3% en términos interanuales, sustentado principalmente en el incremento de las exportaciones de semilla de soja y algunos derivados, carnes y cueros, entre otros. Por otro lado, las importaciones de bienes en el segundo trimestre registraron un valor de USD 2.888,5 millones y al cierre del primer semestre totalizaron USD 5.688,6 millones, inferior en 3,8% en términos interanuales, lo que se explica en gran medida por la disminución en las importaciones de bienes de capital (-13,7%), en especial de aquellos bienes susceptibles para la reexportación, que son afectados por la ralentización de la economía brasilera. Además, la elevada depreciación del peso argentino ha incentivado las importaciones no registradas.

Para fines del 2014 se estima que la cuenta corriente cerraría con un superávit en torno al 1,1% del PIB, menor al registrado el año anterior. Este resultado básicamente se fundamenta en una balanza comercial menos superavitaria y al incremento del déficit del balance de rentas. Una característica recurrente de la economía paraguaya refleja que, en líneas generales, el segundo semestre del año se revierte el saldo de la balanza comercial, puesto que en la primera mitad del año se incrementan las exportaciones, sobre todo de materias primas, y en la segunda, se observa un considerable aumento de las importaciones. Esta particularidad se refleja en el resultado estimado de la cuenta corriente para el presente año (tabla III.3).

**Tabla III.4**  
**Finanzas públicas – Gobierno Central**  
Porcentaje del PIB

Recaudado/ Obligado	2011	2012	2013	2014 */
<b>Ingresos Totales</b>	<b>18,06</b>	<b>18,98</b>	<b>16,67</b>	<b>13,30</b>
Ingresos Corrientes	17,42	18,52	16,48	13,24
Ingresos de Capital y Donaciones	0,64	0,46	0,19	0,05
<b>Egresos Totales</b>	<b>17,31</b>	<b>20,79</b>	<b>18,57</b>	<b>13,77</b>
Gastos Corrientes	13,28	15,98	14,63	10,95
Gastos de Capital	4,03	4,81	3,95	2,81
<b>Resultado Global</b>	<b>0,75</b>	<b>-1,81</b>	<b>-1,91</b>	<b>-0,47</b>
<b>Resultado Primario</b>	<b>1,02</b>	<b>-1,57</b>	<b>-1,59</b>	<b>-0,16</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>-0,75</b>	<b>1,81</b>	<b>1,91</b>	<b>0,47</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay en base a datos del Ministerio de Hacienda  
\*/Datos a setiembre 2014

## Finanzas Públicas

En el 2013, el Congreso ha aprobado la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) con el objetivo de mejorar la calidad del gasto público, imponiendo un límite máximo a la tasa del déficit anual y al incremento del gasto corriente. Asimismo, fue aprobada una reforma fiscal para ampliar la base tributaria en la economía. La reforma introdujo un impuesto al valor agregado a los productos agrícolas y también un impuesto sobre la renta para el sector agrícola.

### Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central

Los ingresos totales del Gobierno Central (13,30% del PIB de 2014) acumulados a setiembre del presente año se incrementaron en términos nominales en 14,03%, con relación al mismo periodo del año anterior, dentro de los cuales los ingresos corrientes aumentaron en 14,91%, debido principalmente al incremento de los ingresos tributarios (18,39% en el periodo observado) y los ingresos de capital se redujeron en 60,22%.

Respecto a los gastos totales del Gobierno Central (13,77% del PIB), en el periodo observado crecieron en términos nominales en 16,30%, debido al incremento de los gastos corrientes en 12,73% y de los gastos de capital en 32,67%.

La ejecución presupuestaria del Gobierno Central al mes de setiembre, presentó un déficit del 0,47% del PIB, menor al observado durante el mismo periodo del 2013 cuando se había registrado un déficit de 0,18%. En términos de resultados primarios, se observa un déficit del 0,16% del PIB, mientras que durante el mismo periodo del 2013, se había observado un déficit del 0,05% en relación al PIB.

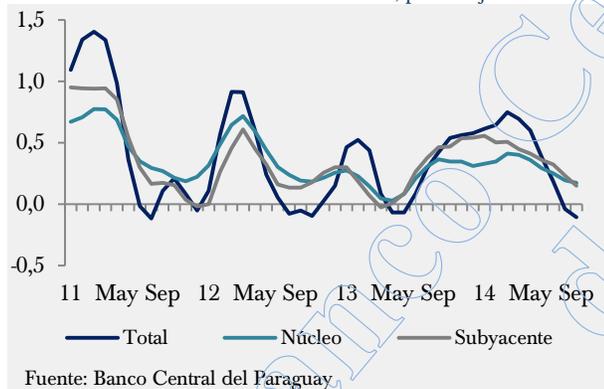
**Gráfico III. 6**  
**Inflación Total y Núcleo**

Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III. 7**  
**Inflación mensual**

Variación acumulada media móvil tres meses, porcentaje



**Gráfico III.8**  
**Inflación bienes durables e importados**

Variación interanual, porcentaje



## Evolución de los precios

Desde mediados del año anterior, la variación interanual del IPC total experimentó un aumento persistente, comportamiento que se extendió hasta el mes de mayo de 2014. Posteriormente, el ritmo de expansión de los precios de consumo registró una trayectoria decreciente, acentuándose en los dos últimos meses, con lo que la inflación se ubicó en un nivel levemente por debajo de la meta del BCP.

Así, la inflación total registró una tasa interanual del 4,1% al cierre de setiembre de 2014, y la inflación núcleo una tasa del 3,4% (gráfico III.6). Por su parte, la inflación subyacente —que excluye frutas y verduras—, mostró la misma tendencia (4,9% en agosto y 4,5% en setiembre), al igual que la subyacente X1—que además excluye servicios tarifados y combustibles—, indicador que varió en 4,4%. La evolución de los diferentes indicadores de precios, muestran que los fundamentos de la inflación están ejerciendo una presión a la baja.

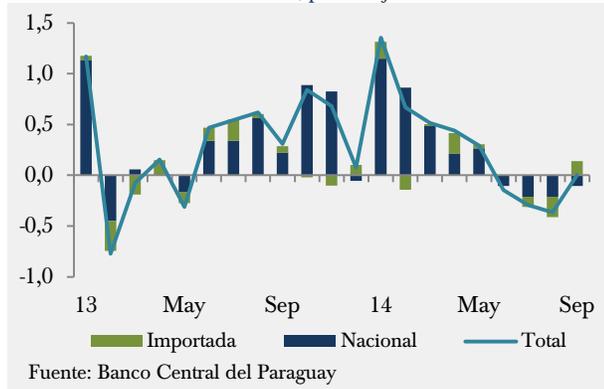
Desde comienzos de año, la tasa de variación del IPC mensual ha tenido una disminución sostenida con un ligero aumento en el margen (gráfico III.7). Entre los meses de julio y setiembre, el IPC promedió una disminución mensual del -0,1%, marginalmente por debajo al observado entre junio y agosto (0%) y entre mayo a julio (0,2%). En tanto, la inflación núcleo promedió en este lapso un incremento de 0,17%, menor a los trimestres móviles anteriores (0,19% y 0,25%). La inflación subyacente registró promedios de 0,15%, 0,23% y 0,33%, respectivamente, en los mismos periodos. En la medida que los incrementos registrados a principios de año en los precios del transporte y la educación fueron disipándose, las disminuciones de precios de los bienes durables (por la apreciación del guaraní frente al dólar hasta agosto) y las menores presiones de los alimentos determinaron la trayectoria decreciente de los indicadores de inflación (gráficos III.8 y III.9).

Respecto a los alimentos, el comportamiento a la baja del precio de la carne bovina se debió principalmente a las

**Gráfico III.9**

**Inflación nacional e importada**

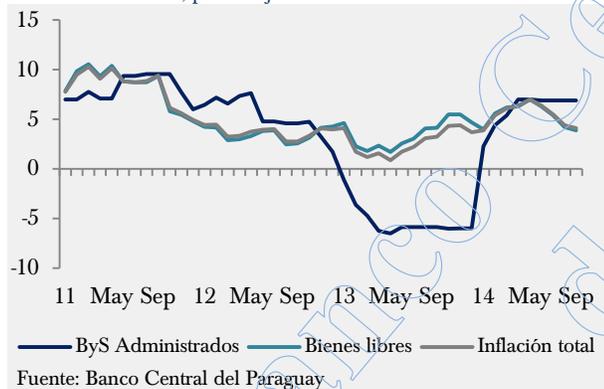
Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



**Gráfico III.10**

**Inflación de bienes y servicios administrados**

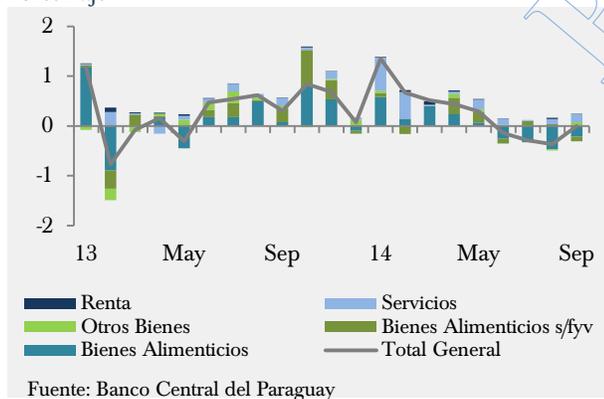
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.11**

**Incidencia en la inflación mensual del IPC**

Porcentaje



inundaciones de principios de año, que motivaron el incremento de los niveles de faenamiento, sumados a la mayor oferta interna de carne como consecuencia de la suspensión temporal de exportación de algunos frigoríficos al mercado ruso. Con relación a los cereales, se destaca la disminución del precio del arroz, debido a los buenos resultados de la presente cosecha, producto de la expansión creciente del área de siembra que viene experimentando este rubro agrícola y a la incorporación de mayor tecnología.

En los servicios, los ajustes en las tarifas de bienes y servicios administrados a inicios de año, presionaron al alza la inflación total, aunque los efectos de segunda vuelta se vieron atenuados por el efecto de la caída precios de otros rubros (gráfico III.10). Sin embargo, otros servicios han registrado incrementos moderados pero más persistentes, como salud, alquileres, telefonía móvil y servicios de restaurantes (gráfico III.11).

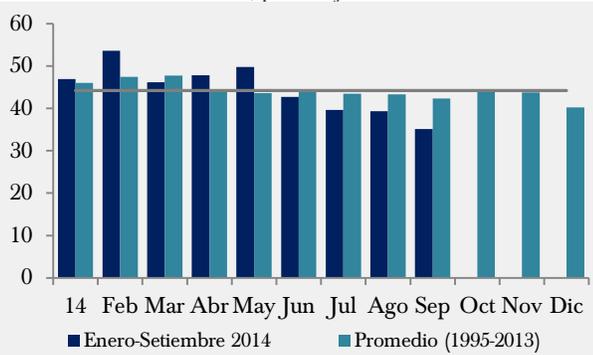
En línea con estos resultados, el índice de difusión de la inflación ha exhibido un perfil decreciente durante el año. Así, entre los meses de julio y setiembre, se situó en torno al 38%, por debajo de los dos trimestres móviles anteriores (junio a agosto 40,5% y mayo a julio 44%), mostrando una menor propagación de incrementos de precios (gráfico III.12).

Con relación a los precios de la energía, los combustibles han registrado en los últimos meses una tendencia declinante, en línea con la evolución descendente del precio del petróleo y el efecto cambiario.

Por su parte, el Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (ICCPY), que contiene los precios de las materias primas más relevantes para la inflación, ha presentado un comportamiento mixto en el transcurso del año, ya que luego de un sostenido incremento en el primer trimestre, en el segundo cuarto se observó una reversión a la baja. Sin embargo, en los últimos meses, se registró nuevamente un aumento en la variación interanual (gráfico III.13).

**Gráfico III. 12**  
**Difusión de la inflación**

Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



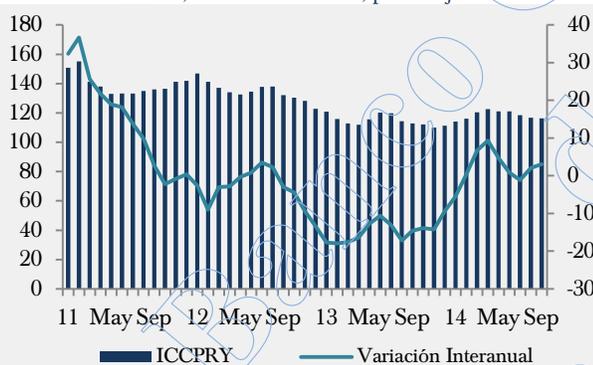
Fuente: Banco Central del Paraguay

### Perspectivas de Inflación

Las expectativas de inflación, inferidas a partir de la Encuesta de Variables Económicas (EVE), fueron alineándose conforme a los resultados de precios verificados en los últimos meses. Así, las perspectivas de inflación, en el corto y en el mediano plazo, se mantienen en torno a la meta de inflación, coherente con las medidas de política monetaria implementadas. De esta manera, las expectativas privadas de inflación se encuentran ancladas a la meta de 5% en el horizonte de proyección.

**Gráfico III. 13**  
**Índice de Commodities Compuesto del Paraguay**

Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

## IV. Escenarios para la inflación y Balance de Riesgos

### Escenario base de proyección

**Tabla IV.1**  
**Crecimiento mundial**  
Variación anual, porcentaje

	2013 (e)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo	2,6	2,6	3,1	3,2
Estados Unidos	2,2	2,1	3,0	2,9
Eurozona	-0,4	0,8	1,4	1,7
China	7,7	7,4	7,2	7,0
Brasil	2,5	0,6	1,4	2,5
Argentina	2,9	-1,4	0,3	2,5
Socios comerciales	2,1	1,5	2,2	2,8
Socios Mercosur	2,7	0,1	1,0	2,0

(e): Estimación.

IPoM 2013: cifras correspondientes a la proyección del último IPoM.

(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg y Consensus Forecast para 2014 y 2015. 2016 corresponde a datos de Bloomberg.

Respecto a la actividad mundial, los ajustes en las expectativas de crecimiento se sustentan en una recuperación más lenta de algunas economías desarrolladas y en un menor dinamismo de las economías emergentes. Así, las proyecciones de crecimiento mundial fueron levemente reducidas hasta 3,1% y 3,2% para el 2015 y 2016, respectivamente, con relación a estimaciones anteriores (tabla IV.1).

En cuanto a la inflación en economías desarrolladas, las perspectivas de una recuperación de la demanda interna en Estados Unidos incrementó levemente la inflación esperada para el 2014 y 2015 a 1,9% y 2%, respectivamente. En contraste, el crecimiento moderado de la Eurozona y los riesgos de una deflación redujeron las expectativas de aumento de precios a 0,6% y 1,1% para el 2014 y 2015, respectivamente.

Con respecto a las condiciones de financiamiento mundial, las perspectivas de un cambio en el perfil de la política monetaria de la Fed, hacia uno más restrictivo a mediados del 2015, han ajustado al alza las proyecciones de la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro americano a tres meses hasta 0,5% y 1,3%, en promedio, para el 2015 y 2016, respectivamente, rendimientos que son superiores al promedio histórico del 0,1% durante el periodo 2010-2013.

A nivel regional, las presiones inflacionarias siguen latentes en Brasil y Argentina, a pesar de observarse un desempeño económico débil. Las perspectivas de inflación para 2014 y 2015 en Brasil se mantienen por encima de la meta del BCB en 6,3% y 6,2%, respectivamente. Por su parte, en Argentina las expectativas de inflación se mantienen en torno a 29,3% y 27,7% para el 2014 y 2015, respectivamente.

En el escenario base, el PIB de Paraguay crecerá 4% en el 2014, inferior a la prevista en abril. Esto se explica fundamentalmente por un menor crecimiento de la agricultura, una marcada disminución en la producción de las binacionales (no prevista a principios del año) y un crecimiento más moderado de los servicios gubernamentales.

**Gráfico IV.1**

**Producto Interno Bruto - PIB**

Variación interanual, porcentaje; miles de millones de guaraníes



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Tabla IV.2**

**Crecimiento del PIB – Incluye Binacionales**

Variación anual, porcentaje

Tipo de Gastos	Pond. 2013	2010	2011	2012	2013	2014*
Demanda Interna	93,2	15,2	6,6	0,9	7,6	4,0
Consumo Privado	64,4	13,5	5,6	2,8	4,6	3,7
Consumo Público	9,5	12,0	5,3	21,0	5,3	2,6
FBK	19,3	22,7	10,8	-13,5	20,2	5,7
Exportaciones	59,5	19,9	6,2	-6,7	18,4	3,4
Importaciones	52,7	24,8	10,4	-3,5	6,8	3,3
<b>PIB</b>	<b>100,0</b>	<b>13,1</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>14,2</b>	<b>4,0</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

\*Cifras estimadas

**Tabla IV.3**

**Crecimiento del PIB – Incidencia**

Porcentaje

Tipo de Gastos	2010	2011	2012	2013	2014*
Demanda Interna	14,2	6,3	0,8	7,5	3,7
Consumo Privado	9,0	3,7	1,9	3,2	2,4
Consumo Público	1,0	0,4	1,8	0,5	0,2
FBK	4,1	2,1	-2,8	3,7	1,1
Demanda Ext. Neta	-1,1	-1,9	-2,1	6,7	0,3
Exportaciones	11,2	3,7	-4,1	10,6	2,0
Importaciones	-12,3	5,7	-2,0	3,9	1,7
<b>PIB</b>	<b>13,1</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>14,2</b>	<b>4,0</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

\*Cifras estimadas

Sin embargo, en otros sectores se verifican tasas de crecimientos superiores a las estimadas previamente, como en los de manufactura, la construcción y algunas actividades relacionadas a los servicios.

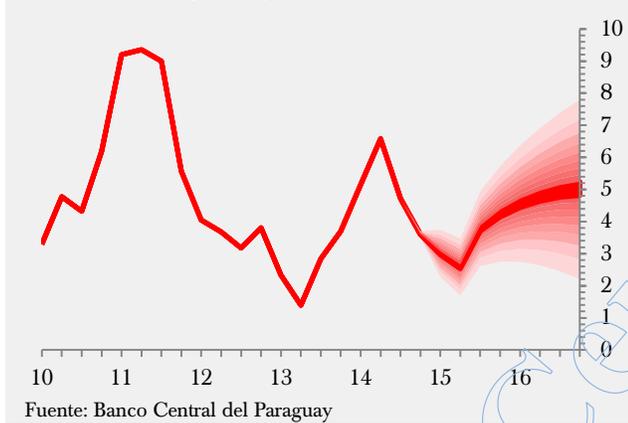
Con la expansión económica estimada en el año 2014, la economía paraguaya retorna a su nivel de crecimiento potencial (entre 4% y 5%), luego de experimentar un significativo aumento en el PIB del año anterior (14,2%), manteniendo el ritmo de crecimiento sostenido de la última década (gráfico IV.1).

Para la demanda interna, se prevé una menor expansión en torno al 4% (5,6% en abril), que se explica por una desaceleración de la inversión, principalmente como consecuencia de una baja ejecución en obras públicas en relación a la esperada. Además, se estima un menor crecimiento del consumo privado de 3,7% (5,1% en abril) y un consumo público menos dinámico 2,6% (3,4% en abril), pese a la recuperación gradual iniciada en el segundo trimestre (tabla IV.2).

Teniendo en cuenta las revisiones de crecimiento a la baja del escenario externo, la tasa de variación interanual de las exportaciones fue corregida de 10,5% en abril a 3,4%. Asimismo, el crecimiento de las importaciones se redujo de 12,2% a 3,3% interanual, como resultado de una disminución de compra de bienes destinados a la reexportación, debido al debilitamiento de la economía brasilera.

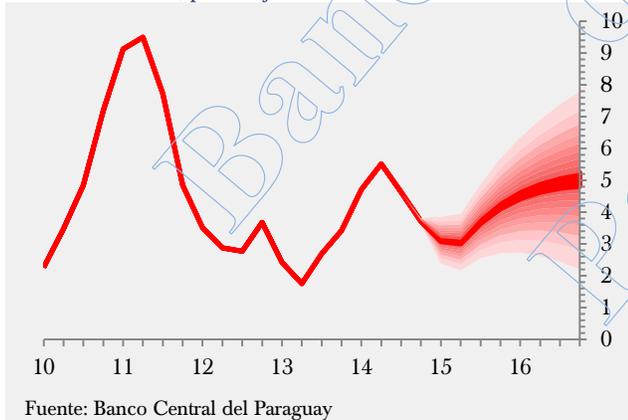
Con este escenario, la proyección de la inflación total para el cierre de 2014 se ubica entre 3% y 4%, mientras que la tasa esperada para la inflación subyacente oscila en torno a 4%. Asimismo, debido a las bajas tasas de inflación registradas a partir de junio de 2014 y conforme a las condiciones económicas externas esperadas durante el primer trimestre de 2015, ambas medidas de inflación registrarán tasas cercanas al límite inferior de las bandas de tolerancia (gráficos IV.2 y IV.3). En la medida que no existan shocks exógenos, tanto la inflación total como la subyacente irán convergiendo paulatinamente al 5% en el horizonte de política (18 a 24 meses).

**Gráfico IV.2**  
**Proyección de inflación**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico IV.3**  
**Proyección de inflación subyacente**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

## Escenarios de Riesgo

En el escenario base se tienen en cuenta los factores y eventos que cuentan con una probabilidad de ocurrencia más elevada. Sin embargo, existen riesgos que podrían desviar la tasa de inflación de la trayectoria esperada, dada alguna modificación en el contexto macroeconómico. Es así que, analizados los escenarios alternativos, el CEOMA considera un balance de riesgos equilibrado para la inflación.

En el escenario internacional, una caída de precios de los commodities podría afectar los términos de intercambio de los países con una balanza comercial dependiente de los ingresos de divisas por exportación de estos productos. Como resultado, un tipo de cambio real depreciado podría impactar sobre la inflación doméstica a través del aumento de precios de productos importados, efecto que podría verse reforzado en la medida que el dólar continúe con su tendencia a la apreciación a nivel mundial.

Por otro lado, la normalización de las condiciones monetarias, a través de un aumento esperado en la tasa de política monetaria de Estados Unidos, podría afectar las expectativas de depreciación del tipo de cambio en economías emergentes, principalmente en caso que la política comunicacional (*forward guidance*) de la Fed no permita que esto sea internalizado por los mercados de manera clara y oportuna. Este aumento impulsaría además una reversión de los flujos de capitales en estas economías. No obstante, a medida que la economía estadounidense retorne hacia su nivel de crecimiento potencial en el mediano plazo, se podría observar un aumento de la demanda externa mundial, lo cual daría un impulso a las economías pequeñas y abiertas a través del comercio exterior, con un mayor flujo de divisas, atenuando la depreciación de sus tipos de cambio.

A nivel regional, en base a los últimos comunicados del Banco Central de Brasil, las expectativas de mercado mantienen la tasa de política monetaria en torno a su nivel actual para finales del 2014 y no se descartan ajustes al alza durante el 2015, por lo que aún no visualizan una desaceleración de la inflación hacia la meta del 4,5% durante este periodo, a pesar de un ajuste a la baja en las

proyecciones de crecimiento. En Argentina, la tendencia declinante de las reservas internacionales y las expectativas de depreciación del tipo de cambio siguen siendo un factor de riesgo, acentuando la incertidumbre para el 2015, en un escenario de bajo crecimiento y con altos niveles de inflación. De no observarse un cambio en la tendencia de su tipo de cambio, los diferenciales de precios locales con respecto a los precios argentinos mantendrían su tendencia actual, motivando a un mayor crecimiento de las importaciones informales.

En el contexto doméstico, un escenario de riesgo tiene que ver con las importantes inversiones previstas para el 2015. Se espera un incremento sustancial de las inversiones, por una parte, de manera exclusiva por el gobierno, y por otra, en el marco de la Alianza Público-Privada (APP). Asimismo, teniendo en cuenta la buena imagen internacional que goza el país actualmente, se espera continúe la llegada de inversionistas extranjeros. En el largo plazo, esto puede tener efectos positivos sobre el producto potencial de la economía, pero al mismo tiempo, en el corto plazo estas inversiones tendrían un efecto sobre la demanda, lo que podría generar presiones sobre los precios internos. Para el caso de las inversiones propias del gobierno, la magnitud del efecto dependerá de la capacidad de ejecución, dado que los recursos financieros están disponibles, mientras que para los proyectos de la APP dependerá fundamentalmente de la capacidad de gestión. Considerando que estas inversiones tendrían un importante sesgo hacia bienes no transables, esto podría ser también una fuente de presión a la baja sobre el tipo de cambio real, que se constituiría en un atenuante de las presiones al alza que se originaría ante la caída prevista de los términos de intercambio.

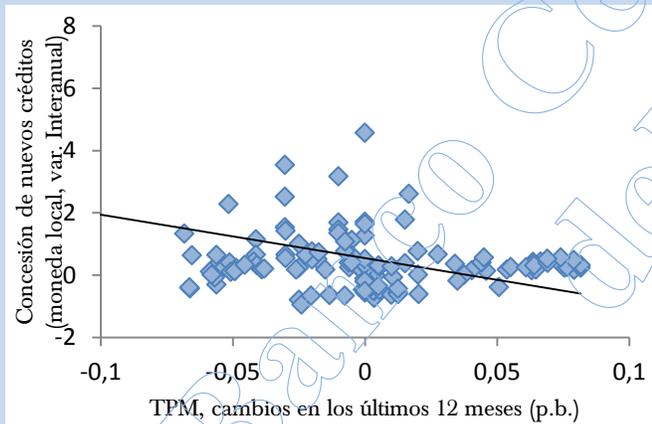
El BCP se encuentra monitoreando los potenciales efectos de estos escenarios de riesgos, a fin de aplicar oportunamente medidas de políticas adecuadas, de modo a evitar que la inflación se desvíe de la meta de 5% en el horizonte relevante de política monetaria.

### Recuadro: Transmisión de la política monetaria en Paraguay: El canal del crédito

En mayo de 2011, el Banco Central del Paraguay (BCP) adoptó oficialmente el Esquema de Metas de Inflación (MI) para la conducción de la política monetaria. Bajo este esquema, los cambios en la tasa de política monetaria (TPM) pueden afectar la disponibilidad general de crédito así como distintos precios de activos que reaccionan a la tasa de interés de corto plazo, lo que refuerza la transmisión a través de los llamados canales del crédito y de precios.

En tal sentido, el objetivo de este artículo es comprobar la existencia del canal de crédito de la política monetaria. Para ello, se utiliza un conjunto de datos de panel con frecuencia mensual, que contiene un información de 14 bancos privados del sistema financiero paraguayo y para el periodo enero de 2004 - mayo de 2014.

Gráfico 1: Créditos concedidos vs. TPM



Los datos revelan una relación inversa entre los cambios en las tasas de política monetaria y el crecimiento de nuevos créditos, lo cual sugiere que el canal del crédito está funcionando (gráfico 1).

En concreto, se busca responder las siguientes preguntas: ¿Afectan significativamente los cambios en la TPM al crecimiento de nuevos créditos? ¿Cómo se comparan los resultados con otros países de la región?

#### Metodología y datos

Tomando en cuenta la disponibilidad de datos, en el presente estudio se sigue la metodología propuesta por García-Escribano (2013). Conforme a esto, la especificación

seleccionada explica el crecimiento de nuevos créditos en función de los factores de oferta y demanda, incluyendo cambios en la TPM, características de los bancos y los nuevos créditos otorgados por los bancos públicos.

La especificación empírica es la siguiente<sup>2</sup>:

$$\Delta \ln(y_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \Delta tpm_{i,t} + \beta_2 covariates_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde la variable dependiente es la primera diferencia del logaritmo de la concesión de nuevos créditos en términos reales por parte de los bancos privados "i", durante el periodo "t"; " $\Delta tpm_{i,t}$ " es el cambio en la tasa de política monetaria y " $covariates_{i,t}$ " es un conjunto de variables utilizadas para controlar por factores de oferta/demanda del crecimiento del crédito así como por las condiciones económicas. Además, se incluyeron variables *dummies* que intentan aislar los efectos del establecimiento explícito de MI y los efectos sobre bancos no-sistémicos.

#### Resultados de las estimaciones

##### Créditos en moneda local

En la Tabla 1 se destacan los siguientes puntos:

- Se verifica que los cambios en la TPM son significativas y tienen el signo esperado cuando se utilizan dos rezagos de la misma. Es decir, un aumento de un punto porcentual en la TPM reduce el crecimiento de nuevos créditos entre 5 y 9 puntos porcentuales, aproximadamente. Resultados similares son obtenidos cuando se utilizan los cambios en la tasa real de política monetaria.
- Las condiciones económicas (reflejadas por el IMAEP) son altamente significativas para explicar el crecimiento del crédito.
- Variables bancarias específicas tales como el capital regulatorio de los activos ponderados por riesgo, rentabilidad sobre fondos propios, rentabilidad sobre activos y los coeficientes de liquidez resultan ser no significativas para explicar el crecimiento de nuevos créditos en moneda

<sup>2</sup> Se realizó el test LM de Breush-Pagan el cual sugirió utilizar pooled Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) para estimar el modelo presentado.

local. La alta liquidez en el sector financiero paraguayo y el alto porcentaje de crédito en moneda extranjera podrían explicar por qué estas relaciones no son vinculantes para el crecimiento del crédito en moneda local.

- El crecimiento de depósitos resulta significativo, aunque se debería tener cuidado ya que la TPM también podría influir en los mismos.
- Los efectos de la política monetaria sobre los créditos son más grandes para los bancos no-sistémicos (bancos pequeños), lo que sugiere la existencia y funcionamiento del canal de crédito (Kashyap y Stein, 2000).

### **Créditos totales**

Los siguientes puntos resumen los resultados contenidos en la Tabla 2:

- Al considerar el crecimiento del crédito total (créditos en moneda local y en monedas extranjeras), el coeficiente para la TPM disminuye. Un aumento de un punto porcentual en la TPM reduce el crecimiento de los nuevos créditos totales entre 2 y 5 puntos porcentuales, aproximadamente.
- Cuando controlamos por el crecimiento de los depósitos totales, el coeficiente para la TPM resulta ser no significativa para el modelo.
- Teniendo en cuenta variables bancarias específicas tales como el capital regulatorio de los activos ponderados por riesgo, rentabilidad sobre activos, créditos vencidos en relación a créditos totales y coeficientes de liquidez, los mismos son importantes para explicar el crecimiento de los créditos totales.

### **Comparación con la evidencia regional**

Al realizar una comparación de los resultados obtenidos en las estimaciones con trabajos realizados en países con metas de inflación, se comprueba que los efectos de los cambios en la política monetaria sobre el crecimiento de los créditos están en línea con lo observado en los países seleccionados y levemente por encima de lo obtenido para Latinoamérica (tabla 3).

### **Conclusiones**

Se comprueba que el canal del crédito de la transmisión de la política monetaria ha funcionado eficientemente durante el periodo de estudio, (enero de 2004 y mayo de 2014), considerando que el mismo abarca la fase experimental del esquema de metas de inflación y el periodo a partir del cual se lleva a cabo la implementación efectiva por parte del BCP, desde mayo de 2011.

Los resultados obtenidos indican que un aumento de un punto porcentual en la tasa de política monetaria reduce tanto el crecimiento de nuevos créditos en moneda nacional como el crecimiento del total de nuevos créditos, en magnitudes entre 5 y 9; y, entre 2 y 5 puntos porcentuales, respectivamente.

Finalmente, los resultados están en línea con los obtenidos por países de la región que conducen la política monetaria a través del esquema de metas de inflación.

### **Referencias**

- Arena, M., Reinhart, C. and F. Vázquez (2007). The lending channel in emerging economies: Are foreign banks different?, WP/07/48, International Monetary Fund.
- Carrera, C. (2010). The Bank Lending Channel in Perú: Evidence and transmission mechanism, Banco Central de la Reserva del Perú.
- García-Escribano, M. (2013). Monetary Transmission in Brazil - Has the Credit Channel Changed?, WP/13/251, International Monetary Fund.
- Kashyap, A. and Jeremy Stein (2000). What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?, 90(3): 407-428, American Economic Review.

Tabla 1: Modelos para probar canal del crédito (estimación con créditos en moneda local)

	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k
	$\Delta \ln y$										
$\Delta \ln y(-1)$		-0.4155	-0.4207	-0.4126	-0.5217	-0.5219	-0.4992	-0.4993	-0.4898	-0.5166	-0.5179
		0.0668***	0.0671***	0.0667***	0.0711***	0.0711***	0.0744***	0.0745***	0.0741***	0.0705***	0.0706***
$\Delta \ln y(-2)$					-0.2580	-0.2590	-0.2457	-0.2459	-0.2406	-0.2555	-0.2558
					0.0556***	0.0556***	0.0565***	0.0565***	0.0568***	0.0555***	0.0555***
$\Delta \text{tpm}$	0.0959	0.0793									
	0.0317	0.0269***									
$\Delta \text{tpm}(-1)$			0.0274								
			0.0266								
$\Delta \text{tpm}(-2)$				-0.0916	-0.0692		-0.0522		-0.0516	-0.0708	-0.0206
				0.0294***	0.0282**		0.0256**		0.0255**	0.0282**	0.0192
$\Delta \text{tpmr}(-2)$						-0.0631		-0.0501			
						0.0313**		0.0282*			
$\Delta \ln \text{dep\_mn}$							0.1176	0.1188	0.1210		
							0.0276***	0.0277***	0.0277***		
$\Delta \ln \text{dep\_mn}(-1)$							0.0523	0.0527	0.0527		
							0.0261**	0.0262**	0.0262**		
$\Delta \text{imaep2}$							0.0003	0.0003	0.0003	0.0003	0.0003
							0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***
$\Delta \text{imaep2}(-2)$									-0.0002	-0.0002	-0.0002
									0.00008**	0.00007**	0.00008**
$\text{sm} * \Delta \text{tpm}(-2)$											-0.0717
											0.0423*
constante	0.0020	0.0055	0.0071	0.0121	0.0139	0.0136	0.0180	0.0179	0.0142	0.0164	0.0166
	0.0202*	0.0184	0.0186	0.0182	0.0175	0.0176	0.0169	0.0169	0.0168	0.0172	0.0172
N	1,725	1,708	1,708	1,694	1,691	1691	1677	1677	1677	1691	1691
Adj R <sup>2</sup>	0.0085	0.1807	0.1756	0.183	0.2395	0.2382	0.2633	0.2627	0.2682	0.255	0.256

=\*\*\* p<=0.01 \*\* p<=0.05 \* p<=0.10" (standard errors in italic)

Tabla 2: Modelos para probar canal del crédito (estimación con créditos totales)

	a	b	c	D	e	f
	$\Delta \ln z$	$\Delta \ln z$	$\Delta \ln z$	$\Delta \ln z$	$\Delta \ln z$	$\Delta \ln z$
$\Delta \ln z(-1)$	-0.4547109 0.0498***	-0.4555 0.0501***	-0.4169 0.0510***	-0.4182 0.0505***	-0.4558 0.0497***	-0.4577 0.0497***
$\Delta \ln z(-2)$	-0.2043 0.044***	-0.2003 0.0439***	-0.1640 0.0423***	-0.1629 0.0423***	-0.1990 0.0441***	-0.2012 0.0443***
$\Delta \text{tpm}(-2)$	-0.0595 0.0259**	-0.0602 0.0259**	-0.0271 0.0224	-0.0241 0.0221	-0.0554 0.0252**	-0.0545 0.0253**
$\Delta \text{imaep}2$		0.0001 0.00002***	0.0001 0.00003***	0.0001 0.00003***	0.0001 0.00003***	0.0001 0.00003***
$\Delta \text{imaep}2(-1)$		-0.0001 0.00003**	-0.0001 0.00005***	-0.0001 0.00005***	-0.0001 0.00004**	-0.0001 0.00004**
$\Delta \ln \text{dep}$			0.1652 0.0305***	0.1688 0.0303***		
$\Delta \ln \text{dep}(-1)$			0.0582 0.0225***	0.0628 0.0227***		
$\text{rwa\_D1}$				-2.0358 0.6299***	-1.9113 0.6016***	-1.8980 0.6123***
$\text{liquidez\_2\_D1}$				-1.0372 0.4676**	-0.9745 0.4602**	-0.9738 0.4597**
$\text{roa\_D1}$				-0.5448 0.3165*	-0.5794 0.3205*	-0.5680 0.3136*
$\text{embi\_D1}$				0.0015 0.0008*		
$\text{npl}(-1)$						-0.5841 0.3242*
constante	0.0161 0.0117	0.0165 0.0118	0.0134 0.0114	0.0061 0.0118	0.0139 0.0117	0.0343 0.015*
N	1,691	1,691	1,665	1,665	1691	1691
Adj R <sup>2</sup>	0.2037	0.2102	0.2648	0.28	0.2234	0.2254

=\*\*\* p<=0.01    \*\* p<=0.05    \* p<=0.10" (standard errors in italic)

Tabla 3: Comparativo de los efectos de la política monetaria sobre el crecimiento del crédito

	Paraguay	Brasil	Perú	América Latina
Coefficiente	-0.07	-0.06	-0.1035	-0.042
Error estándar	0.0282**	0.0156***	0.0515**	0.006***

\*\*\* p<=0.01    \*\* p<=0.05    \* p<=0.10

Definición de variables	
$\Delta \ln y$	Primera diferencia del logaritmo de la concesión de nuevos créditos en términos reales expresados en moneda local
$\Delta \ln z$	Primera diferencia del logaritmo de la concesión de nuevos créditos en términos reales expresados en moneda local
$\Delta tpm$	Primera diferencia de la tasa de política monetaria en términos nominales
$\Delta tpmr$	Primera diferencia de la tasa de política monetaria en términos reales
$\Delta \ln dep\_mn$	Primera diferencia del logaritmo de los nuevos depósitos en términos reales expresados en moneda local
rwa	Capital regulatorio de los activos ponderados por riesgo
roa	Rentabilidad sobre fondos propios
roe	Rentabilidad sobre activos
liquidez_1	Ratio de liquidez sobre depósitos
liquidez_2	Ratio de liquidez sobre pasivos
npl	Créditos vencidos con respecto a créditos totales
$\Delta imaep$	Tasa de crecimiento mensual del Indicador de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP)
$\Delta imaep2$	Tasa de crecimiento mensual del IMAEP excluyendo agricultura y binacionales
ecn	Estimador Cifra de Negocios
ipc	Índice de precios al consumidor
d	Variable dummy que toma el valor de 1 durante 05-2011 a 05-2014
vix	Índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago
embi	EMBI Global (indicador de bonos de mercados emergentes)
$\Delta crf$	Crecimiento mensual del número de bancos privados que solicitan créditos al Banco Central
$\Delta crf$	Crecimiento mensual del número de bancos privados que solicitan créditos al Banco Central
$\Delta \ln ccr$	Primera diferencia del logaritmo de la cuenta corriente real en moneda local mantenido por los bancos privado en el Banco Central
$\Delta \ln ccr$	Primera diferencia del logaritmo de la cuenta corriente real en moneda local mantenido por los bancos privado en el Banco Central
sm	Variable dummy que toma el valor de 1 para los bancos no-sistémicos (bancos pequeños)

## Glosario

**Índice de precios al consumidor (IPC):** índice que mide las variaciones de precios a lo largo del tiempo de una canasta de consumo fija, correspondiente al Área Metropolitana de Asunción, (base 2007=100) y con una muestra representativa de 450 productos, clasificados por finalidad de gastos del consumo.

**Inflación núcleo:** corresponde al promedio aritmético de los siguientes indicadores de inflación: inflación núcleo media truncada (suavizada), inflación núcleo media truncada (no suavizada), inflación núcleo por exclusión e inflación núcleo doble ponderación.

**IPC subyacente:** índice de precios que excluye los precios de las frutas y verduras de la canasta del IPC total.

**IPC subyacente (X1):** índice de precios que, además de excluir los precios de las frutas y verduras, no incorpora los precios de los servicios tarifados y combustibles.

**M0:** billetes y monedas emitidos por el BCP y en circulación en la economía.

**M1 (Medio circulante):** billetes y monedas en poder del público y los depósitos en cuenta corriente del sector privado.

**M2 (Oferta monetaria):** medio circulante (M1) y el cuasidiviso. Este último, comprende los depósitos de ahorro, depósitos a plazo y los certificados de depósitos de ahorro.

**PIB socios comerciales:** corresponde al crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de Paraguay ponderados por su participación en las exportaciones totales. Para el cálculo correspondiente al 2013, los países considerados representan el destino del 94% del total de las exportaciones. Para el periodo 2014 - 2016, los países considerados representan el destino del 93% del total de las exportaciones durante el periodo enero-agosto de 2014.

**PIB socios Mercosur:** corresponde al crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay que se encuentran dentro del Mercosur, ponderados por su participación en las exportaciones totales al Mercosur. Para el cálculo correspondiente al 2013, los países considerados constituyen el destino del 94% del total de las exportaciones al Mercosur, en promedio, durante el periodo 1990 - 2013. Para el periodo 2014 - 2016, los países considerados representan el destino del 93% del total de las exportaciones al Mercosur durante el periodo enero - agosto de 2014.

**PMI (*Purchasing Managers Index*):** indicador macroeconómico que pretende reflejar las perspectivas sectoriales en un país basándose en los datos recabados por una encuesta mensual a las empresas más representativas que realizan los gestores de compras. Sirve para medir el estado en el que se encuentra un sector de la economía en relación a meses anteriores. Los datos se presentan como índices de difusión, en los cuales un valor por encima de 50 indica una expansión respecto al mes anterior, mientras que una cifra por debajo de 50 señala una contracción respecto al mes previo.

**Tasa de interés neutral:** es la tasa consistente con el nivel de crecimiento potencial (o de largo plazo) de la economía en un ambiente de baja inflación. La misma sirve como referencia para determinar si la política monetaria es expansiva o contractiva.

**TCR (Tipo de cambio real):** corresponde a una medida del valor real del guaraní respecto de una canasta de monedas. Se construye a partir de las monedas de Estados Unidos, Eurozona, Japón, Brasil y Argentina.

Banco Central  
del  
Paraguay

**Informe de Política Monetaria**  
Setiembre 2014



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay