



UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA  
DIRECCIÓN DE POST GRADO - MAESTRÍA EN POLÍTICAS  
PÚBLICAS

**El Mercado de Dinero en el contexto de Metas de Inflación,  
antecedentes, evolución y desafíos: El Caso de Paraguay**

*GUSTAVO JAVIER CUEVAS GONZÁLEZ*

**Año 2016**

*Agradezco por este trabajo a mi amada familia, y a los compañeros de trabajo de la Gerencia de Mercados del BCP, que con su honradez y admirable esfuerzo diario contribuyen a construir la patria soñada...*

**Gustavo Cuevas**

*“¿Qué determina que un país sea rico o pobre?*

*¿Cómo se explica que, en condiciones similares, en algunos países haya hambruna y en otros no?*

*¿Qué papel juega la política en estas cuestiones?*

*Que algunas naciones sean más prósperas que otras, ¿se debe a cuestiones culturales?, ¿a los efectos de la climatología?, ¿a su ubicación geográfica? No, en absoluto.*

*Ninguna cuestión relativa a la prosperidad de un país está relacionada con estos factores, sino que proviene de otro mucho más tangible: la política económica que dictaminan sus dirigentes.*

*Son los líderes de cada país, quienes determinan con sus políticas la prosperidad de su territorio, y así ha ocurrido en todos los periodos de la historia.”*

**Daron Acemoglu & James A. Robinson**

## Contenido

I.	Introducción .....	1
I.1	Marco teórico y experiencia internacional.....	1
I.2	El Caso de Paraguay .....	4
II.	Metas de Inflación .....	5
II.1	Marco de la Política Monetaria .....	5
II.2	Objetivo operacional de tasa de interés .....	11
II.3	Instrumentación de la política monetaria.....	13
II.4	El horizonte de la política monetaria .....	14
II.5	Aspectos organizacionales de la PM .....	16
III.	Mercado de Dinero .....	18
III.1	Antecedentes .....	18
III.2	Implementación del Esquema Operativo de las Operaciones de Mercado Abierto .....	25
A.	Desmaterialización y Ordenamiento de las emisiones y vencimientos de los Títulos Valores Públicos.....	26
B.	Implementación de las Facilidades de Liquidez.....	30
C.	Implementación del Mercado Ciego .....	31
III.3	Implementación del Sistema de Pagos Electrónicos y la Depositaria de Valores .....	32
A.	Plan de Implementación .....	34
III.4	La Tasa Interbancaria: Call tradicional, Mercado ciego y Repo interbancario .....	36
a.	Repo Interbancario .....	36
b.	Repo Tripartito (VLI).....	36
c.	Call Money (CMM) .....	37
a.	Facilidades de Liquidez Intradía (ILF).....	37
b.	Facilidad Permanente de Depósito (FPD) .....	37
c.	Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Títulos Valores Públicos (FLIR). .....	38
d.	Cancelación Anticipada (CC).....	38
III.5	Corredor de Tasas de Interés .....	39
a.	Tasa Objetivo de Política Monetaria (TPM) .....	40
b.	Facilidad Permanente de Liquidez (FPL).....	40
c.	Facilidad Permanente de Depósito (FPD) .....	40
III.6	La curva de rendimientos .....	44
III.7	Proyección de Liquidez.....	46
III.7	La Administración de Liquidez, la “Política Fiscal” del BCP y los mercados de Deuda50	

III.8 El Mercado Cambiario y su relación con el Mercado de Dinero .....	53
IV. El mercado de Capitales en Paraguay.....	55
V. Desafíos y conclusiones .....	58
VI. Bibliografía.....	61

## Lista de Figuras

Figura 1: Factores Claves de Metas de Inflación	11
Figura 2: Instrumentos de Política Monetaria	11
Figura 3: Postura de la política monetaria	13
Figura 4: Cronograma de Subastas BCP-MH	27
Figura 5: Mercado Ciego de dinero	32
Figura 6: Operaciones del Interbancarias	39
Figura 7: Balance Simplificado del Banco Central	47

## Lista de Gráficos

Gráfico 1: Evolución de la Inflación durante los distintos Esquemas de Política Monetaria	16
Gráfico 2: Cta. Cte. de los Bancos en el BCP como porcentaje de los Dep. Totales	21
Gráfico 3: Cta. Cte. de los Bancos Comerciales en el BCP vs Ratio Indicador	24
Gráfico 4: Corredor de Tasas (Periodo 2011 – 2015)	41
Gráfico 5: Curva de Rendimientos (Periodo 2011 – 2015)	45
Gráfico 6: Facilidad Permanente de Dep. en el BCP y el Corredor de tasas (2015)	54

## Lista de Cuadros

Cuadro 1: Cantidad de Bancos y Financieras por año	20
Cuadro 2: Componentes que afectan la liquidez global	48

## Glosario

BCP	Banco Central del Paraguay
MH	Ministerio de Hacienda
CEOMA	Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias
DATATEC	Plataforma Electrónica de Negociación
DCV	Depositaria central de valores
ER	Exceso de Reservas
FLIR	Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Instrumentos de Regulación Monetaria y Bonos del Tesoro
FPD	Facilidad Permanente de Depósito
FPL	Facilidad Permanente de Liquidez
FMI	Fondo Monetario Internacional
IRM	Instrumento de Regulación Monetaria ( <i>Letras de Regulación Monetaria</i> )
IFI'S	Intermediarias Financieras
ILF	Facilidades de Liquidez Intradía
MH	Ministerio de Hacienda
SIPAP	Sistema de Pagos de Paraguay
TIB	Tasa Interbancaria
TPM	Tasa de Política Monetaria
USD	Dólar Americano
VLI	Ventanilla de Liquidez Interbancaria
LBTR	Liquidación Bruta en Tiempo Real



# I. Introducción

## I.1 Marco teórico y experiencia internacional

Las políticas públicas son acciones de gobierno con objetivos de interés público, que surgen de decisiones sustentadas en un proceso de diagnóstico y análisis de factibilidad.

Eugenio Lahera, de la CEPAL, afirma que: *“...Una política pública de excelencia corresponde a aquellos cursos de acción y flujos de información relacionados con un objetivo político definido en forma democrática; los que son desarrollados por el sector público y, frecuentemente, con la participación de la comunidad y el sector privado”*.

Augusto de la Torre, Economista Jefe del Banco Mundial para América Latina y el Caribe, en el documento **“El Ciclo de los productos básicos en América Latina: Mirajes y dilemas”** ante la nueva coyuntura de la caída en los precios de los commodities expone que: *“...El espacio de maniobra se ha reducido drásticamente para los políticos - sobre todo en América del Sur - ya que se encuentran atrapados en un dilema entre lo que les gustaría hacer (estimular la economía) y lo que se ven obligados a hacer (reducir el gasto)”. “En contraste con la crisis financiera mundial de 2008-09, cuando los precios de las materias primas se recuperaron rápidamente, la región se enfrenta ahora al final del auge de los productos básicos que ha causado la renta y el poder adquisitivo de caer de una manera bastante duradera”*.

Tal es el caso que el diseño y formulación de una política pública, desarrollada en el ámbito de la economía, necesariamente tiene su concepción en el ámbito público, pero sustenta su implementación con la participación de los agentes económicos, públicos y privados, financieros y no financieros.

De esta forma, la política monetaria de un país, de la mano con la política fiscal, se constituyen en los pilares fundamentales de la política económica, en cuanto al abordaje



de “...lo que les gustaría hacer (estimular la economía) y lo que se ven obligados a hacer (reducir o aumentar el gasto)”. Se puede decir así, que la adopción de un esquema de Metas de Inflación, si bien constituye el eje de un estilo de hacer política monetaria, a la par se constituye en la generación de una política pública marco, adoptada con el fin de velar exitosamente por el valor adquisitivo de la moneda, que da lugar a su vez a la generación de una serie de políticas públicas complementarias, para la adopción de los requisitos previos y necesarios para la posterior implementación institucional de este esquema de política monetaria. Esto, con la finalidad de crear las condiciones de estabilidad en el mediano plazo y, gracias a esto, lograr un crecimiento sostenido de largo alcance.

La elección de este marco de política monetaria se fundamenta en la autonomía del Banco Central delegada por el poder político, pero esta autonomía solo es posible conseguirla en base a un proceso de prestigio y fortaleza institucional.

El concepto de "Institución", lejos de definirse como algo estático, preestablecido e inamovible, comprende tres planos o momentos dinámicos:

- Un Proyecto, es decir, una misión, una apuesta política; finalmente, una utopía capaz de convocar a un determinado grupo de personas para organizarse en función del logro de un conjunto de objetivos con los que se identifican. Este plano de la institución constituye su base ideológica y conceptual.
- Una Organización, es decir, un conjunto de relaciones sociales que posibilitan (o no) avanzar en la realización del proyecto. Se trata aquí de las relaciones internas del grupo, su estructura organizativa, las jerarquías, los procedimientos e instancias de toma de decisión, la división del trabajo, etc. También comprende las relaciones que

el grupo establece con su entorno, con otras asociaciones, con los sujetos sociales con quienes colabora, etc. Este plano de la institución constituye su base social.

- Un conjunto de Recursos, tanto humanos como materiales y financieros, que viabilizan (o no) la realización del proyecto. Este plano de la institución constituye su base material.

Los tres planos están en constante cambio y movimiento. Nuevas ideas y propuestas, cambios en las fuerzas sociales, internas y externas y, desde luego, modificaciones en cuanto a los recursos disponibles, hacen que los tres planos de la institución estén frecuentemente en tensión y contradicción, dando lugar a nuevas formas y contenidos. Partir de este concepto dinámico de institución nos permite intervenir en ella, abrir espacios de reflexión y generación de saber colectivo sobre sí misma, su funcionamiento y sobre el lugar que ocupa en la sociedad.

El fortalecimiento institucional es el resultado de una serie de acciones que implícita o explícitamente pretenden encontrar la mayor coherencia posible entre los tres planos que arriba señalamos, y sobre todo, generar un saber colectivo (apropiación) al respecto. (Alatorre 1995)

Bajo este contexto, la profundización y consolidación del Mercado de Dinero, se constituye en una tarea ineludible que exige un compromiso serio, continuo y dinámico por parte de los Bancos Centrales y Agentes Financieros. Los Mercados de Dinero, permiten a las IFI'S negociar eficientemente su liquidez de corto plazo y a su vez, se constituye en un escenario propicio para que el Banco Central transmita con mayor eficiencia su tasa de política monetaria.

## **I.2 El Caso de Paraguay**

En este sentido, a partir de mediados de la década de los 90 y principios del nuevo milenio, la economía paraguaya se vio afectada por sucesivas crisis financieras, que terminaron por sumergir la economía en una profunda crisis y sobre todo en una grave crisis de credibilidad entre las IFI'S y de los agentes económicos no financieros hacia aquellas. Tomando en cuenta lo anterior, restablecer y consolidar el funcionamiento del mercado de dinero fue un desafío y una tarea de vital importancia para el Banco Central. Tarea esta, realizada necesariamente con el fin de implementar un esquema operativo eficiente para las operaciones de mercado abierto. Esta ciclópea tarea cobra mayor impulso y compromiso, a partir de que el Banco Central del Paraguay adoptara oficialmente el esquema de Metas de Inflación para la gestión de la Política Monetaria, en mayo de 2011.

En este documento se intentará describir, acerca del escenario anterior a la adopción del esquema operativo bajo metas de inflación – post crisis financieras – y cuáles fueron los procesos de ingeniería financiera implementados a fin de construir la estructura para la creación, consolidación y posterior evolución de las herramientas del mercado de dinero. Se intentará así mismo abordar acerca de las tareas pendientes y los desafíos presentes y futuros a los que se enfrenta el Mercado de Dinero, en el marco de su integración con el mercado de capitales y las propuestas a fin de corregir acciones para que esta tarea pendiente, se logre de forma exitosa.

Establecer una curva de rendimientos de mercado que sirva como referencia resulta en una imperiosa necesidad que solo será lograda mediante el desarrollo de los mercados secundarios de los títulos valores públicos y privados. Recae esta responsabilidad en el mercado de capitales y a fin de lo que anterior sea factible, es necesario que ambos mercados interactúen y convivan bajo las mismas condiciones en términos de seguridad

y eficiencia, realizando las inversiones necesarias en cuanto a los recursos humanos y a la tecnología que posibilite el éxito de la mencionada integración.

## **II. Metas de Inflación**

### **II.1 Marco de la Política Monetaria**

Existe un amplio consenso internacional de que el objetivo de largo plazo de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios. Esto es así porque una inflación baja, estable y predecible provee las condiciones más favorables para las decisiones económicas de los hogares y de las firmas.

Ampliamente aceptado está que si bien la política monetaria influye sobre un amplio espectro de variables en el corto plazo, especialmente aquellas vinculadas a la demanda agregada, sus consecuencias en la oferta agregada y en el crecimiento son prácticamente nulas en el largo plazo. En esta dimensión temporal, la influencia de la política monetaria es esencialmente sobre variables nominales, en particular, sobre el nivel de precios. En este sentido, generalmente se sostiene que la inflación, definida como la tasa de cambio del nivel de precios es, finalmente, un fenómeno monetario. Por esta razón, es importante que la inflación sea el foco principal de la política monetaria por parte de la banca central.

Sin embargo, los cambios en la política monetaria influyen en la actividad real a corto y mediano plazo, mediante diversos canales por los cuales se transmiten dichos cambios, hasta llegar a afectar a la inflación. De este modo, el camino por el cual se llega a un objetivo en materia de inflación, después de un cierto período, puede tener diversas variantes en lo relativo a la actividad económica, al empleo y a las cuentas externas, y en magnitudes y con rezagos que son cambiantes y a veces no plenamente conocidos. La no neutralidad del dinero en el corto plazo admite que la política monetaria puede

ayudar a estabilizar el ciclo económico, pero requiere de una conducción apropiada que tome en cuenta su poder y sus límites.

Un elemento clave del marco de la política monetaria también está relacionado con la independencia o no de un Banco Central, pues una mayor independencia hace que la política monetaria sea más creíble en términos del logro de su objetivo de inflación sin muchos costos en términos de fluctuaciones en el empleo o el crecimiento económico.

Desde una perspectiva institucional la política monetaria de un Banco Central con un esquema de metas de inflación, tradicionalmente, se caracteriza por los siguientes componentes:

1. El sistema político delega la política monetaria a un Banco Central independiente.
2. El objetivo del Banco Central es lograr una meta numérica, explicitada públicamente, para la estabilidad de precios.
3. El Banco Central apunta a lograr la meta de inflación sin generar innecesaria variabilidad económica real.
4. El Banco Central regularmente publica informes que describen las proyecciones para el logro de la meta de inflación.
5. El sistema político normalmente confiere al Banco Central la responsabilidad de alcanzar el objetivo.

Los componentes del marco analítico del esquema funcionan como un mecanismo que ejerce un fuerte incentivo para el cumplimiento y mantenimiento de la inflación objetivo. Igualmente, al proporcionar un ancla creíble para las expectativas de inflación en el largo plazo, este esquema ayuda a eliminar el sesgo inflacionario descrito por Kydland & Prescott (1977).

En este esquema de política monetaria la inflación es afectada a través de movimientos en la tasa de instrumento (o tasa de interés o tasa de política) del Banco Central, movimiento que influye en una variedad de canales que conforman el mecanismo de transmisión de la política monetaria, a saber, las tasas de interés real de corto y de largo plazo, el tipo de cambio y el volumen del crédito, etc., cada uno de ellos con rezagos de tiempo diferentes.

Cuando el Banco Central baja (sube) la tasa instrumento, los diferentes canales tienden a conducir a una mayor (menor) inflación. Sin embargo, la inflación también está sujeta a shocks exógenos que nada tienen que ver con la política monetaria, como por ejemplo los shocks de los precios del petróleo. El Banco Central, en este caso, tiene que explicar cómo la inflación puede ser devuelta a la meta luego de un desvío en su trayectoria.

En sus comunicaciones externas, los bancos centrales que siguen un esquema de metas de inflación, y en particular los que publican sus pronósticos de inflación, conceden gran importancia a la gestión de la formación de expectativas. Se puede decir que la meta de inflación también permite al Banco Central complementar el tradicional canal de transmisión de manera más explícita con el mecanismo de expectativas, que es una característica de los modelos macroeconómicos modernos.

La transparencia de la política monetaria se puede lograr, entre otras vías, estableciendo un mecanismo formal para su instrumentación, que les permita a los agentes económicos evaluar el desempeño de la autoridad en cuanto a sus esfuerzos para conseguir la estabilidad de precios. Como parte esencial del mecanismo referido, algunos bancos centrales han definido objetivos o metas que se comprometen a cumplir. Existen dos opciones fundamentales sobre el tipo de metas sujetas a ser utilizadas: metas directas sobre el nivel de precios, u objetivos intermedios definidos ya sea sobre

algún agregado monetario, el tipo de cambio o tasas de interés, que guarden una relación estrecha con el crecimiento de los precios.

Tradicionalmente, en la mayoría de los países se han utilizado con mayor frecuencia los objetivos intermedios. Sin embargo, los bancos centrales de un número importante de países han adoptado recientemente metas explícitas sobre la inflación. Esta práctica cada vez más socorrida se atribuye a la inconformidad de dichos bancos centrales con la utilización de agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria, junto con la inflexibilidad que puede implicar el establecimiento de otros objetivos intermedios, como la fijación del tipo de cambio.

Es decir, algunas autoridades monetarias han considerado preferible abandonar las reglas rígidas e inamovibles de los objetivos intermedios y contar con la flexibilidad necesaria para determinar y, en su caso, adoptar con agilidad las medidas más idóneas para abordar los problemas derivados de un entorno económico cambiante. De esta forma, la propia experiencia ha llevado a las autoridades monetarias de algunos países a definir metas explícitas sobre la inflación para periodos determinados, quedando a su discreción la elección del método más apropiado para la consecución de las citadas metas.

A raíz de la crisis de 1995, la política monetaria del Banco Central del Paraguay se ha modificado varias veces con el propósito de hacerla más efectiva y transparente. Esto ha tenido como consecuencia una evolución gradual hacia un esquema de política monetaria conocido como objetivos de inflación. Dicho esquema se utilizó por primera vez en Nueva Zelandia y ahora es muy común en países tanto desarrollados como emergentes.

Este esquema, como su nombre lo indica, se basa en alcanzar una meta de inflación y tiene las siguientes características:

- La estabilidad de precios es el objetivo principal de la política monetaria. Este es el mandato principal del Banco Central del Paraguay, consagrado en la Constitución Nacional y en su Carta Orgánica.
- El Banco Central debe ser autónomo, es decir, debe tener la libertad para tomar las decisiones de política monetaria que considere pertinentes.
- Desde 2011, el Banco Central del Paraguay tiene el objetivo de alcanzar una inflación anual de 5% que puede moverse dentro de un intervalo de  $\pm 2.5\%$  (medida a través del cambio en el Índice de Precios al Consumidor, IPC). Esta meta permite que el ajuste de los precios relativos en la economía responda fluidamente a los cambios en la demanda y la oferta de bienes y servicios, evitando que los precios que crecen en menor magnitud (o incluso decrecen) registren deflaciones. Al mismo tiempo, ese nivel otorga suficiente margen de maniobra de la política monetaria en caso de que se requiriera una disminución considerable en la tasa de interés.
- A partir del mes de enero de 2015, el objetivo de alcanzar una inflación anual pasa del 5% al 4,5% con el mismo intervalo de  $\pm 2.5\%$ . Finalmente éste nivel es ligeramente mayor al nivel elegido por las economías desarrolladas, lo que refleja la mayor volatilidad de los precios relativos que se observa en las economías en desarrollo.
- Es importante aclarar que el intervalo alrededor del objetivo de inflación no es un margen de tolerancia. Se trata solamente de una forma explícita de representar la inexactitud que irremediablemente rodea el cumplimiento puntual del objetivo, debido a la volatilidad a la que está sujeta la inflación y, a la



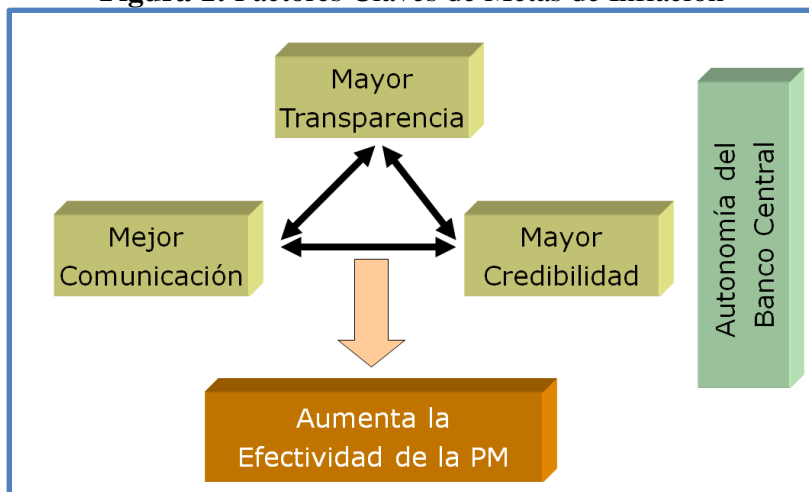
relación poco precisa entre las acciones de política monetaria y sus resultados sobre la inflación.

- Se debe hacer un análisis de todas las causas de la inflación para poder prever su comportamiento en el futuro. El Banco Central del Paraguay realiza este tipo de análisis y lo publica en los informes mensuales y con base en esto toma las acciones necesarias.
- Conviene tener medidas alternativas de inflación como la “Inflación Subyacente”. Esta medida de inflación elimina los precios de bienes y servicios que afectan a la inflación de manera temporal para así identificar su tendencia.

Entre una variedad de beneficios del esquema de objetivo de inflación se destacan:

- Mayor transparencia y comprensión del público sobre la aplicación y la toma de decisiones en materia de política monetaria.
- Reducción de la inflación y consolidación de la estabilidad de precios al identificar las fuentes de inflación y actuar de manera oportuna.
- Mejor rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria.
- Permite estabilizar las expectativas del público sobre la inflación futura y de esta manera reducir el efecto de la inflación sobre otras variables económicas como el tipo de cambio, las tasas de interés, los precios y los salarios. A medida que la gente perciba que la inflación está controlada, ésta deja de ser una preocupación y sus efectos se ignoran. Por lo tanto, las demás variables se mueven por otros motivos como la volatilidad en los mercados internacionales, la publicación de cifras económicas, etcétera.

**Figura 1: Factores Claves de Metas de Inflación**



**Fuente:** BCP, 2014

## II.2 Objetivo operacional de tasa de interés

El Banco Central del Paraguay no puede influir directamente sobre los precios de todos los bienes y servicios de la economía. Por ello, para cumplir con su objetivo, busca variables económicas (como las tasas de interés) sobre las que pueda influir directamente y que a su vez, guarden relación con otras variables que puedan impactar sobre la actividad económica y consecuentemente sobre la inflación.

La siguiente figura muestra las variables que utiliza el Banco Central (instrumentos) para alcanzar su objetivo final:

**Figura 2: Instrumentos de Política Monetaria**



**Fuente:** BCP, 2014

Para entender mejor la figura anterior, es necesario precisar algunas definiciones y conceptos.

La totalidad de las IFI'S del país, mantienen una cuenta de depósitos en el Banco Central. En este contexto se entiende por liquidez a la suma de los saldos de dichas cuentas (conocidas también como reservas bancarias, cuentas únicas o cuentas corrientes). Si la suma de todas las cuentas únicas de los bancos es positiva se dice que hay un exceso de liquidez (superávit de liquidez) en el sistema bancario y si la suma es negativa se dice que existe un faltante de liquidez (déficit de liquidez).

Para poder cumplir sus funciones, el Banco Central es el único que puede crear o destruir dinero o base monetaria. En este sentido, el Banco Central es la única institución que puede cubrir los faltantes o retirar los sobrantes de liquidez. Derivado de lo anterior, el instituto central puede imponer un saldo específico a la cuenta única de los bancos, es decir, obligar a los bancos a mantener cierta cantidad de dinero en efectivo en sus cuentas únicas. Del mismo modo, puede fijar el precio del dinero, es decir el precio al que crea o retira base monetaria. Esto equivale a fijar la tasa de interés. De esta forma, las variables sobre las cuales el Banco Central puede influir directamente son los saldos de las cuentas corrientes de la banca o las tasas de interés aplicables a las cuentas únicas (tasa objetivo).

Cuando un banco necesita recursos en efectivo tiene dos opciones: pedir el dinero a otro banco o pedirle dinero al Banco Central. Si la tasa que le cobra cualquiera de las dos opciones es la misma, debería ser indiferente a quién le pide prestado el dinero. A la tasa a la cual se prestan los bancos entre sí se le conoce como tasa de fondeo bancario y cumple el mismo papel que la tasa de interés a la que presta el Banco Central. El Banco Central tiene como objetivo operacional desde enero de 2013, la “tasa de fondeo bancario a plazo de un día”, aprobado por acta de CEOMA.

Este objetivo operacional influye de diversas formas en la inflación. Cuando el Banco Central establece cierto nivel para la tasa objetivo espera influir en el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo e impactar así los créditos que otorgan y las tasas que pagan los bancos para influir, entre otras variables, sobre la actividad económica y finalmente tener un impacto en la inflación. La postura de política monetaria se da a conocer mediante el anuncio de cambios en la tasa de fondeo bancario a plazo de un día: un aumento de esta tasa indica una postura de política monetaria más restrictiva y una disminución indica una postura más relajada.

**Figura 3:** Postura de la política monetaria

Inflación		Tasa de fondeo		Política monetaria
Sube	.....▶	Sube	.....▶	Más restrictiva
Baja	.....▶	Baja	.....▶	Más relajada
No cambia	.....▶	No cambia	.....▶	Neutral

**Fuente:** BCP, 2014

### II.3 Instrumentación de la política monetaria

La instrumentación de la política monetaria se refiere a todas las acciones que lleva a cabo el Banco Central en los mercados financieros para lograr la estabilidad de precios. Como es muy difícil que el Banco Central pueda influir en los precios de manera directa, éste establece un objetivo operacional sobre el cual sí tiene control. Como se mencionó anteriormente, el objetivo operacional del Banco Central es la tasa de fondeo bancario a plazo de un día.

El Banco Central normalmente cubre los faltantes de liquidez a través de operaciones que se conocen como operaciones de mercado abierto. Estas operaciones consisten en

subastas de inyección de liquidez, a través de créditos y/o compras de valores y subastas de retiro de liquidez a través de depósitos y/o ventas de valores.

Como el Banco Central es el único que puede nivelar la liquidez del sistema, tiene toda la capacidad para poner precio a la liquidez que provee. Recordemos que la tasa de interés a la que presta el Banco Central cumple el mismo papel que la tasa de fondeo bancario.

#### **II.4 El horizonte de la política monetaria**

Con respecto al horizonte de la política monetaria, la misma está en relación directa con la duración del mecanismo de transmisión de la política monetaria y depende de la historia inflacionaria de cada país. Según Hammond, en 19 países con metas de inflación menores al 3%, el horizonte de política monetaria tiende a ser de mediano plazo (dos años, más de dos años y aquellos que especifican todo el tiempo), pero también hay países que tienen objetivos anuales, como es el caso de Brasil.

Cabe destacar que cuando un país anuncia un horizonte de política monetaria muy largo podría implicar que el mecanismo de transmisión de la política monetaria es muy débil, y eso necesariamente limita la capacidad del Banco Central para afectar la inflación en el corto plazo. Así, para determinar el horizonte de la política monetaria es fundamental contar con modelos que cuantifiquen la duración del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En el caso de Paraguay, se estimó que este horizonte se ubica en alrededor de 8 trimestres.

Cuando se decide adoptar el régimen de Metas de Inflación como esquema para el diseño de la política monetaria, se organiza el proceso de decisiones de política en un sistema de producción de pronósticos. El diseño de dicho sistema de producción de pronósticos debe estar centrado en modelos macroeconómicos que contemplen y

cuantifiquen el mecanismo de transmisión de la política monetaria del Banco Central, es decir, modelos que tengan la capacidad suficiente para describir de una forma simple y clara las interrelaciones entre las principales variables relacionadas al mecanismo de transmisión, manteniendo siempre una adecuada consistencia teórica.

El BCP ha desarrollado una variedad de modelos macroeconómicos capaces de efectuar eficientemente simulaciones de política y, por sobre todo, proyectar en el corto y mediano plazo la evolución de la inflación, contrastándola con el nivel de la meta anunciada, de manera a evaluar la efectividad de la política monetaria.

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), que 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, que 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.<sup>1</sup>

Es esencial para el BCP entender el alcance de la política monetaria que implementa en la economía. Asimismo, y sujeto al grado de conocimiento que éste tenga de la economía, podrá, por ejemplo, operar la política monetaria de manera “contracíclica” para conducir de nuevo a la economía a una “senda de crecimiento sostenible”. Así, se podría decir que un cambio en la dirección de la política se genera con cambios en las tasas de interés, en la actividad económica, y, en particular, en la inflación. Por lo tanto,

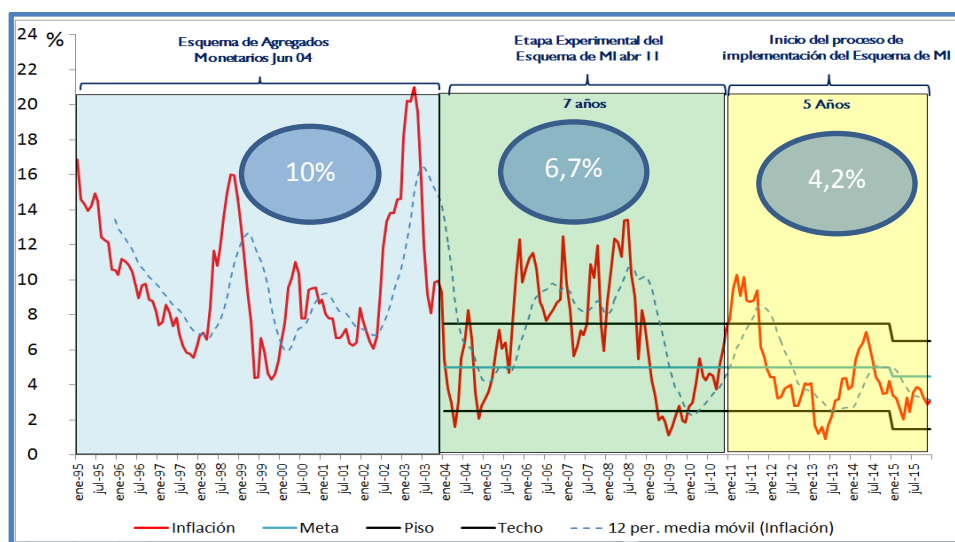
---

<sup>1</sup> Rojas, B., Biedermann, G., Ruiz Diaz, V. y Barrail, Z. (2011). “Modelo de Consistencia Macroeconómica de la Economía Paraguaya”. Gerencia de Estudios Económicos, Banco Central del Paraguay.

se puede concluir que la utilización de modelos de proyección y de mecanismos de transmisión de la política monetaria, constituye la manera más eficiente que disponen los bancos centrales para lograr un entendimiento pormenorizado de la eficacia y eficiencia de su política monetaria.

En el gráfico N°1 se puede apreciar la evolución de la inflación desde el año 1995. Así, desde ese año, y hasta diciembre de 2003 todavía bajo el manejo de agregados monetarios, se puede observar que el promedio de la inflación durante dicho periodo fue de 10%, mientras que en el periodo de la fase experimental que va hasta abril de 2011, el promedio de la inflación baja a 6,7% y ya durante el inicio oficial del proceso de implementación del esquema de Metas de Inflación desde mayo de 2011 hasta diciembre 2015, la inflación promedio baja nuevamente a 4,2%.

**Gráfico 1:** Evolución de la Inflación durante los distintos Esquemas de Política Monetaria



Fuente: Elaboración Propia con datos del BCP

## II.5 Aspectos organizacionales de la PM

Tal como se mencionara precedentemente, un factor clave para la implementación de la política monetaria de metas de Inflación es la credibilidad, por ende cobra especial

relevancia la rendición de cuentas y la comunicación. En este sentido, conviene resaltar que el espacio de discusión y decisión sobre la política monetaria se toma en el ámbito de las reuniones mensuales del CEOMA (Comité Ejecutivo de Operaciones de Monetarias), cuyo calendario de reuniones son publicadas en la página web del BCP.

El día de la reunión, técnicos de la Gerencia de Estudios Económicos exponen al Directorio y demás componentes del CEOMA un recuento de la evolución de las principales variables macroeconómicas del ámbito internacional, regional y nacional. Se discute además, la evolución de las principales variables en los modelos de proyección econométrica con diversos escenarios, para posteriormente tomar la decisión de mantener, elevar o bajar la TPM. Dicha decisión es comunicada ese mismo día al público en general a través de un comunicado publicado en la página web del BCP. Diez días posteriores al día de la reunión, son publicadas las minutas del acta de Reunión de Política Monetaria. El mismo día en que es tomada la decisión, la Gerencia de Mercados parametriza las plataformas electrónicas de custodia y negociación, de forma tal que al día siguiente las operaciones interbancarias sean realizadas en base a las nuevas tasas de interés afectadas por el nuevo nivel de la TPM y del corredor de tasas.

Adicionalmente a la publicación de los comunicados y minutas de reunión mensuales, son publicadas en forma trimestral el Informe de Política Monetaria y en forma mensual el anexo estadístico.

Como se podrá apreciar, la implementación y ejecución de la política monetaria tiene 3 fases claramente distinguidas; el estudio y la presentación de variables macroeconómicas, a cargo del Staff técnico de Estudios Económicos, la decisión de política, a cargo del CEOMA y la implementación a cargo de un Comité de Mercados y de la Gerencia de Mercados.



### III. Mercado de Dinero

#### III.1 Antecedentes

Frecuentemente se menciona que los años 80 constituyen para América Latina “la década perdida”, a raíz de los diez años de crisis profunda, aguda y generalizada a consecuencia de una deuda externa desbordada. Paradójicamente, durante la década de los años 70 y hasta 1981, según los registros del Banco Mundial, Paraguay experimentaba una de las mayores tasas de crecimiento en la región y en el mundo, “...con una tasa media de 8,9% durante ese periodo, como resultado de las grandes inversiones para la construcción de la represa hidroeléctrica de Itaipú y diversificación de la agricultura, lo que generó un importante flujo de divisas estimulando la expansión del crédito y el fortalecimiento de la moneda” (Insfrán 2000). Lamentablemente se tomaron esos ingresos como permanentes y el impulso de dichas inversiones fueron diluyéndose en los siguientes años, hasta llegar a una profunda recesión durante los años 82/83 que obligó al gobierno a tomar medidas contra cíclicas. No es, sino hasta los años comprendidos entre 1995 y 2005, cuando en realidad a la economía paraguaya cae bajo el periodo de “la década perdida”. Esto, a consecuencia principalmente de las sucesivas crisis financieras que sumieron al país en una profunda recesión económica, sumados a otros factores.

Durante este periodo, los fundamentos macroeconómicos estaban lejos de los fundamentos de los que goza en el presente la economía paraguaya. Así las cosas, déficits fiscales continuos, inflación media del orden 20%, déficits en la balanza comercial y cuenta corriente, Reservas Internacionales cerca de colapsar y una moneda local altamente depreciada conformaban el menú durante esos años.

A principios de los años 90, el florecimiento de la democracia en la región, la caída del muro de Berlín y el colapso de la guerra fría demarcan una línea en el tiempo en que se establece un nuevo orden mundial. Mediante el Consenso de Washington, los vencedores imponen sus fundamentos en América Latina y Paraguay no fue la excepción.

De tener una especie de tipo de cambio fijo y posteriormente múltiple durante los años 80, rígido control financiero y tasas de interés controladas, se libera el mercado cambiario dejando que el precio de la divisa norteamericana sea fijada por la oferta y la demanda dentro de una banda de flotación, se establece la libre movilidad de capitales, la libre entrada y salida de los agentes económicos a los mercados, se privatizan la mayor parte de las empresas públicas, se garantiza la propiedad privada y fundamentalmente se reconoce a la iniciativa privada como principal motor del crecimiento económico entre otras medidas, todas ellas acordes con una filosofía de libre mercado.

Las nuevas reglas del juego imponían una liberalización financiera y apertura de la economía a capitales externos. Como resultado inmediato, se multiplican en Paraguay las entidades de intermediación financiera, formales e informales, con un marco regulatorio proveniente del año 1973 en el que el escenario reinante era totalmente distinto ya que los bancos no necesitaban competir por los depósitos del público<sup>2</sup>. Sumado a lo anterior, la Superintendencia de Bancos presentaba una limitada capacidad de supervisión, debido principalmente a que contaba con una limitación de recursos en materia de tecnología y capital humano. Estos caracteres conformaban el clima propicio que terminaron por desencadenar la primera, y sucesivas, crisis financieras que

---

<sup>2</sup> Esencialmente la operatoria bancaria era la siguiente: los bancos privados realizaban préstamos a los sectores agroexportadores y redescataban dichos documentos a tasas fijas del BCP, obteniendo un "spread" por dicha actividad (Insfrán, 2000).

arrancaba en el año 1995 con la caída de 4 grandes Bancos<sup>3</sup> a consecuencia de dificultades de debilidad e insolvencia financiera. Dicha crisis, tuvo su primera réplica en 1998, año en que fueron intervenidos más del 50% de los Bancos y Financieras vigentes para tener una noción de la magnitud del conflicto. Se siguieron repitiendo a lo largo de finales de la década de los 90 y principios del nuevo milenio, socavando la credibilidad en el Sistema Financiero y golpeando fuertemente sobre los ahorros de los agentes económicos.

**Cuadro N° 1:** Cantidad de Bancos y Financieras por año

	1995	1998	2015
Bancos	34	24	17
Financieras	68	36	12

**Fuente:** Elaboración Propia con datos del Boletín de la SIB.

Durante las crisis financieras, fueron promulgadas la Ley N° 481, Carta Orgánica del Banco Central del Paraguay en el año 1995, posteriormente en 1996 era promulgada la Ley N° 861 de Bancos y entidades financieras. De esta forma se contaba con una Superintendencia más robusta, con un marco legal moderno, que había incorporado además las normas de Basilea I, como normas reglamentarias de buenas prácticas financieras, había incrementado su dotación personal y equipamiento y había invertido fuertemente en capacitaciones dentro y fuera del país.

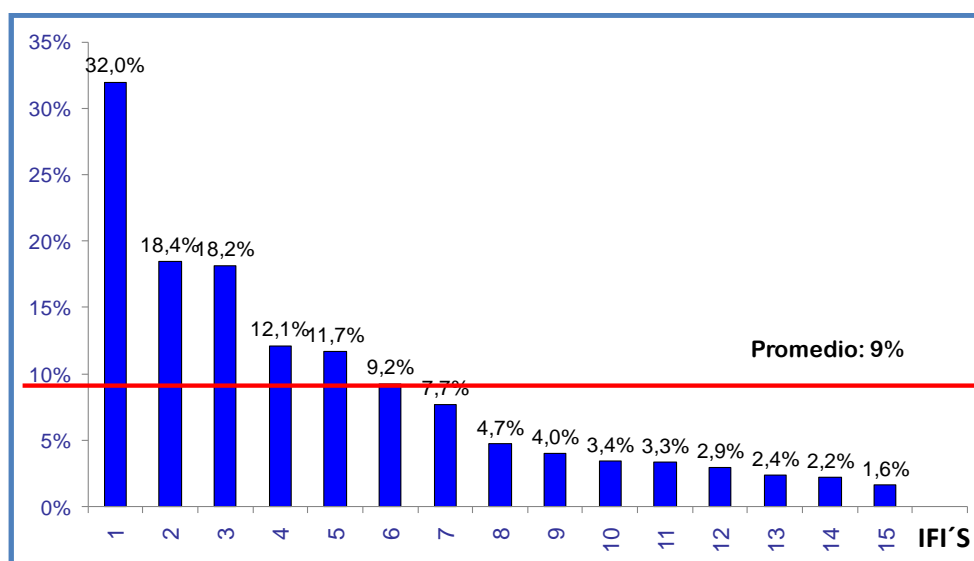
Así, de pasar a vivir una época de liberalización financiera con sus funestos resultados, se pasó a vivir nuevamente un ambiente de “represión financiera”, que no era más que en términos simples cumplir rígidamente con la supervisión financiera apegado a las nuevas normas de regulación vigentes.

---

<sup>3</sup> Hay que mencionar así mismo que la caída de estos 4 primeros bancos fueron anticipados en los informes de supervisión financiera, en las que se advertían suficientemente acerca del deterioro patrimonial de estos Bancos y los riesgos que acarrea.

Ante un clima de gran desconfianza entre el ente regulador y las IFI'S, y ante el temor de ser pasibles de cualquier sanción ante la menor infracción, las entidades preferían mantener su colchón de liquidez en las cuentas corrientes del BCP a tasas del 0%, antes que financiar proyectos de inversión o negociar su liquidez con otras entidades más eficientes.

**Gráfico 2:** Cta. Cte. de los Bancos en el BCP como porcentaje de los Depósitos Totales (Diciembre/10)



**Fuente:** Elaboración Propia con datos del BCP

El Gráfico 2 muestra el manejo de la liquidez por parte de las IFI'S a diciembre del año 2010 en términos del porcentaje de su saldo en reservas voluntarias con relación a sus depósitos totales. Se observa así, que de las quince IFI'S, el manejo de liquidez se encontraba segmentado en dos grandes grupos, los de mayor liquidez y los de un manejo más eficiente de sus depósitos<sup>4</sup>.

<sup>4</sup>Las operaciones del Banco Nacional de Fomento, como banca pública, se encuentran limitadas por su carta orgánica, además hay que considerar el tamaño de algunas entidades de menor porte, pero no por ello menos eficientes.

Bajo las condiciones precedentemente descritas, es lógico suponer el poco favorable clima para el funcionamiento del mercado de dinero, principalmente debido a la crisis reputacional que reinaba entre las IFI'S y entre los agentes económicos hacia aquellas.

En un documento escrito por este mismo autor en el año 2010 se enumeraba un diagnóstico acerca de los Impedimentos que prevalecían entonces para un buen funcionamiento del mercado de dinero en el Paraguay<sup>5</sup>:

1. La gestión de liquidez bancaria se realiza por entidad y no en forma consolidada.
2. Emisión de títulos dominado por el BCP, sin una presencia “real” del Tesoro Nacional.
3. Vencimientos/Plazos de emisiones actuales habría que alinear a las “mejores prácticas” internacionales.
4. Falta de coordinación integrada (formal y de fondo) de la PM y PF.
5. Falta reunir a todos los actores financieros dentro de un mercado electrónico, de fácil gestión y costos de acuerdo al mercado.
6. Falta de una depositaria/sistema de registro/custodia de valores.
7. Desmaterialización y emisión electrónica de Títulos.
8. Falta de un marco de referencia en cuanto a Sistema de Pagos Financiero: Sistema Ciego (Dinero, títulos, etc.).
9. Creación/resultado de una curva de referencia de tasas (“benchmark”, libre de riesgo).
10. Posibilidad real de utilizar instrumentos/operaciones más sofisticadas para la Política Monetaria /Política Cambiaria: Repos y Contra-repos, SWAPS de divisas, reverse SWAPS.

---

<sup>5</sup> Mercado de Dinero – Money Market – Documento 04, US Department of the Treasury

11. Marco de referencia para la emisión de Bonos, así como una estrategia nacional de deuda pública: origen/destino (Informe OTA, 2010).

Los factores citados en el diagnóstico, sumados a un clima de gran desconfianza y descreimiento entre las entidades de crédito, impedían el normal funcionamiento de un mercado del dinero. Al igual que el periodo post crisis financiera internacional de los sub prime desencadenada en el 2008<sup>6</sup>, en el periodo post crisis financieras del Paraguay las entidades se mostraban reacias a operar entre sí debido a los riesgos de orden crediticio, reputacional y a los elevados costos transaccionales (desmaterialización de los títulos). La abultada cuenta corriente con la que contaban las IFI'S en el BCP sin que generen rendimientos, antes que destinar dicho exceso de liquidez hacia la negociabilidad del mercado de dinero reafirma con mayor énfasis lo señalado.

En este contexto podemos intentar definir históricamente la evolución del mercado de dinero desde un pasado reciente (años 90) hasta fines del año 2010, distinguiendo periodos de auges y periodos de acumulación de liquidez en sus cuentas corrientes en el BCP. A tal efecto, comparamos los depósitos de las IFI'S en las cuentas corrientes del BCP, por un lado y por otro, un ratio indicador de dicha cuenta corriente de las entidades, sobre el total de los Depósitos en el Sistema Financiero, en moneda nacional. (Reservas voluntarias)

Como resultado, se observa que desde la liberación financiera en el año 1989, hasta diciembre del 2002, el ratio indicador Cuenta Corriente sobre totales de Depósitos Bancarios, orillaba solo el 2% en promedio, esto debido a que las IFI'S gozaban de buena credibilidad y el mercado de dinero funcionaba a pleno y normalmente, incluso a

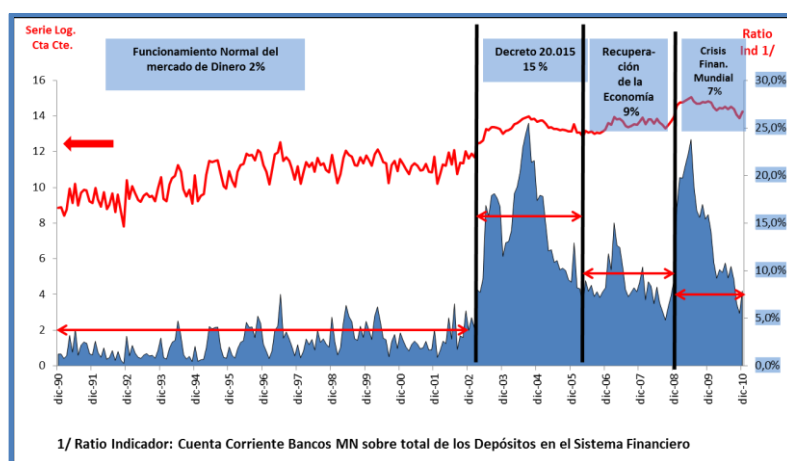
---

<sup>6</sup>La crisis financiera de 2008 se desató de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, que provocó aproximadamente en octubre de 2007 la llamada crisis de las hipotecas subprime y el posterior efecto dominó que terminó por desencadenarse con la caída de Lehman Brothers en el 2008 .

pesar de las crisis financieras generadas en dicho periodo. Otro periodo claramente distinguible iba desde la promulgación del decreto 20.015<sup>7</sup> en enero de 2003, hasta mayo de 2005, periodo en que dicho indicador sube al 15% en promedio, siendo el factor determinante, la migración de los activos financieros de las instituciones públicas y entes descentralizados al BCP. Posteriormente, durante el periodo de crecimiento y recuperación económica, dicho ratio baja al 9%, para finalmente volver a subir nuevamente al 14%, al desatarse la crisis financiera mundial en Agosto de 2008.

Bajo estas consideraciones, quedaba demostraba que las IFI'S mantenían concentrada gran parte de su liquidez dentro del BCP, por lo que en los casos de que la autoridad monetaria necesitaba retirar la liquidez del mercado haciendo más atractivas las tasas de interés de los IRM, lo que ocurría en realidad era solo un reposicionamiento de este excedente de las IFI'S desde sus saldos en cuenta corriente del BCP a IRM, sin que el BCP esté retirando efectivamente el excedente requerido del mercado.

**Gráfico 3:** Cuenta Corriente de los Bancos Comerciales en el BCP vs Ratio Indicador<sup>8</sup>



**Fuente:** Elaboración propia con datos del BCP

<sup>7</sup> Este decreto disponía la colocación de los excedentes temporarios de recursos públicos, que se encuentren en el Sistema Financiero en Instrumentos de Regulación Monetaria emitidos por el Banco Central del Paraguay y en Bonos del Tesoro Nacional, así como la migración de las inversiones financieras del Sector Público del Sistema Financiero al Banco Central del Paraguay.

<sup>8</sup> Ratio Indicador: Cuenta Corriente de Bancos Comerciales en el BCP, sobre Total de Depósitos de Bancos Comerciales en el Sistema Financiero en moneda nacional, incluye depósitos del Sector Público. Al mes de diciembre de 2010 este ratio se encuentra en promedio en 11%.

### **III.2 Implementación del Esquema Operativo de las Operaciones de Mercado Abierto**

Un papel clave a fin de restituir la credibilidad en el Sistema Financiero, y que las entidades logren negociar su liquidez, fue la creación e implementación de las facilidades de liquidez por parte del Banco Central y la creación del mercado ciego interbancario, para ello fue fundamental desmaterializar, ordenar y adecuar a estándares internacionales las emisiones de las IRM del Banco Central, así como las emisiones de los Bonos del Tesoro Nacional.

Con la consolidación de estos instrumentos, se pudo dotar de valor de mercado a estos títulos haciendo posible su negociabilidad en el mercado primario entre las IFI'S, como así también posibilitaron que estos títulos sirvan como colaterales de reporto para las operaciones interbancarias, así como las operaciones de facilidad con el BCP.

#### **Ejecución de la Política Monetaria**

El BCP ejecuta su política monetaria afectando la oferta monetaria, posicionando dicha oferta a los niveles de demanda de las reservas bancarias voluntarias y de la base monetaria. De esta forma, se busca que la tasa de interés de las operaciones interbancarias diaria (TIB) fluctúe a niveles cercanos a la TPM.

Esta tasa proviene del promedio ponderado de las operaciones del repo tripartito, del repo interbancario y del call Money del día, todas a plazos desde 1 hasta 5 días, y se fundamenta en el objetivo operacional diario del BCP.

Los instrumentos que tiene el BCP para alinear la TIB a la TPM son:

1. Corredor de Tasa de interés:
  - a. Piso a la TIB: la tasa de interés de la FPD.
  - b. Techo a la TIB: la tasa de interés de la FPL.

Con este instrumento lo que se consigue es acotar el movimiento entre ambas tasas de interés.

2. Control de liquidez con IRM



Que la TIB esté dentro del corredor no es suficiente, la misma debe estar cerca de la TPM, con una desviación del 5 a 15 pb. El BCP podría drenar diariamente el exceso de liquidez.

Lo anterior, permite anclar las operaciones interbancarias si no alrededor de la TPM, por lo menos dentro del corredor de tasas interés diseñado por el BCP. De esa forma se busca incidir sobre las tasas de interés activas y pasivas de las IFI'S y así, transmitir los efectos de la TPM sobre la actividad económica haciéndola más contractiva o expansiva. Fijando los precios de los activos financieros, se pretende, anclar las expectativas de tal forma a que se cumplan los objetivos de cumplir con la meta inflacionaria deseada.

#### **A. Desmaterialización y Ordenamiento de las emisiones y vencimientos de los Títulos Valores Públicos**

A fin de que las IFI'S puedan destinar su liquidez a financiar proyectos de inversión o bien a invertir su excedente de liquidez en títulos valores públicos que produzcan rendimientos, era una condición necesaria darle agilidad al uso y negociación de dichos instrumentos para lo cual fue vital desmaterializar dichos títulos en primer lugar y en segundo lugar que tanto el Banco Central del Paraguay así como el Tesoro Público realizaran sus emisiones y vencimientos de títulos de forma predecible, eficaz y con total seguridad, conforme a un calendario ordenado de emisión y vencimientos, acorde a los estándares internacionales de mercado. A tal efecto, se procede a realizar la colocación de IRM por fechas fijas de vencimiento. Este esquema de colocaciones dota al mercado de un mayor volumen de títulos homogéneos, permitiendo la fungibilidad y por ende la facilidad de negociabilidad de los mismos<sup>9</sup>.

No obstante, no se contaba con una Depositaria de Valores, a través de la Resolución N° 2, Acta N° 3 de fecha 25 enero de 2011 del Reglamento de Operaciones de Mercado Abierto se establecieron tres puntos claves: La

---

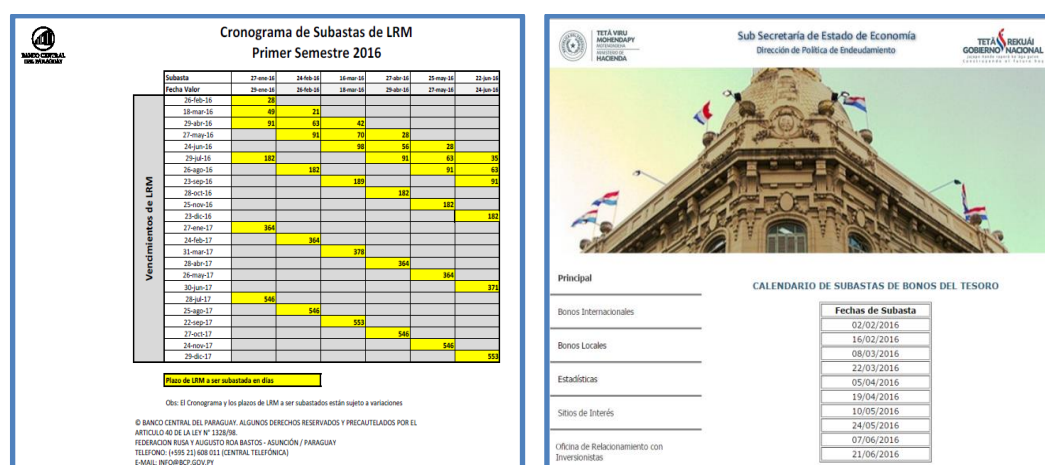
<sup>9</sup> Las LRM eran emitidas a distintos plazos que iban desde 14 hasta 365 días con vencimientos variables, lo que hacía complicada su negociación, posteriormente fueron estandarizados a plazos de 30, 60, 90, 180, 365 y 546 días, con vencimientos al último viernes de cada mes.

inmovilización de las IRM, el Sistema de Anotación en cuenta, y la Custodia de los títulos valores a cargo del BCP. Mediante ese mismo reglamento se establecieron los mismos criterios para la emisión de los Bonos del Tesoro Nacional, que a diferencia de las IRM contaban con cupones de pagos semestrales, haciéndolos más atractivos y con valor de mercado dada la agilidad para su negociabilidad en el mercado primario y sobre todo se contaba con la certeza de que podría contar con esa liquidez al vencimiento de los cupones y/o del principal.<sup>10</sup>

Con la implementación posterior del Sistema de Pagos Electrónicos y la Depositaria de Valores, ya estaban sentadas las bases y solo hacía falta migrar los títulos vigentes desde este sistema de anotación en cuentas hacia la Depositaria de Valores.

Adicionalmente, tanto el BCP como el Ministerio de Hacienda, pasaron a publicar en su página web, el cronograma de subastas de dichos títulos.

**Figura 4: Cronograma de Subastas BCP-MH**



**Fuente:** Páginas web BCP y MH.

<sup>10</sup> Al vencimiento de un Bono Físico, las IFI'S podían tardar entre 30 y 45 días para el cobro efectivo del título a diferencia del esquema desmaterializado en que el BCP, en su carácter de agente financiero del gobierno hacía los trámites a fin de acreditar los saldos en la cuenta de la IFI'S, en el día del vencimiento del cupón o el principal del título.

Estas acciones permitieron a las IFI'S, tener la certeza de que podían invertir su liquidez en títulos valores públicos, ágiles, fácilmente negociables, con valor de mercado y que a su vez servirían como colateral para operaciones interbancarias o para operaciones de facilidad de liquidez con el BCP, bajo la modalidad de reportos.

### **Subastas de Letras de Regulación Monetaria**

El BCP realiza las subastas IRM, en el mercado primario en forma mensual. Las IFI'S pueden acceder a realizar las operaciones de facilidad con el BCP y las operaciones interbancarias a través de la modalidad de reporto, toda vez que cuenten con títulos valores públicos como las IRM o Bonos garantizados por el Tesoro Nacional como instrumentos colaterales a ser reportados. A continuación se hace una descripción del procedimiento para cada subasta de IRM:

1. El BCP publica un calendario de subastas en la página web para cada semestre de colocación. Dicho calendario está programado para que la subasta se realice el último día miércoles de cada mes, 2 días antes del vencimiento de las IRM que es el último viernes de cada mes.
2. Semanas antes de la subasta se realiza un sondeo telefónico a las entidades a fin de tener una idea del grado de liquidez y apetito que cada IFI'S tendrá al momento de la subasta. Las IFI'S responden cual sería el monto tentativo a demandar de acuerdo a su grado liquidez. El monto a ser demandado proviene del exceso de liquidez de su flujo de caja, resultante de la diferencia entre la captación de liquidez (operaciones pasivas) menos los desembolsos a sus clientes para financiar consumo o proyectos de inversión (operaciones activas).
3. De esa forma, la Gerencia de Mercados del BCP publica por correo electrónico y a través de la plataforma electrónica DATATEC los montos a ser ofertados por cada plazo. Dicho monto es aprobado previamente por el Comité de Mercados.
4. El día de la subasta se anuncia el horario y los minutos de duración que tendrá la rueda de la subasta.
5. Una vez llegado el horario se abre la subasta en la plataforma electrónica DATATEC y se reciben las posturas hasta el horario de cierre de la subasta en que se cierra automáticamente.
6. Se ordenan las posturas recibidas por cada plazo de colocación de menor a mayor y luego se realiza el corte hasta el límite del monto

ofertado en cada plazo, o bien hasta la menor tasa de interés ofertada.

7. Se elevan las posturas a consideración del Comité de Mercados cuyos integrantes evalúan las posturas recibidas y se realizan los cortes de adjudicación sin saber el nombre de las entidades que presentaron las posturas, en base al sistema de subasta holandés<sup>11</sup>.
8. Se procede a realizar el corte de la subasta de acuerdo a las instrucciones recibidas en el acta del Comité de Mercados.
9. Recién al momento de realizar el corte y enviar los resultados a todos los participantes en forma simultánea a través de DATATEC, se sabe el nombre de las entidades que fueron adjudicadas.
10. Al realizar la carga de las posturas subastadas en el Sistema Contable del BCP, a través de las interfaces se publican automáticamente los resultados de los montos y las tasas de adjudicación en la página web del BCP.
11. El sistema de adjudicación de la subasta se basa en el sistema de precio único o sistema holandés de subasta. Es decir, para cada plazo se evalúan las posturas recibidas de menor a mayor, luego se realiza el corte hasta el límite del monto que se había anunciado, o bien hasta la tasa de interés que se considere apropiada. Una vez realizado el corte se procede a la adjudicación a la tasa de interés máxima al que se realizó el corte por cada plazo, formándose la nueva curva de rendimientos para esa fecha de subasta.
12. La depositaria de valores realiza las emisiones de los títulos de las IRM de acuerdo a las posturas adjudicadas, las cuales se acreditan en la cuenta de las IFI'S adjudicadas.
13. 48 horas luego de realizada la subasta se procede a debitar el monto de la cuenta de las IFI'S adjudicadas y también en caso del vencimiento de un título anterior se procede a realizar la acreditación del monto de la IRM vencida.
14. El monto a ser debitado es realizado, descontando los intereses al que fuera adjudicado la IFI'S.

---

<sup>11</sup>El Sistema Holandés de Subasta es un mecanismo para la adjudicación de ofertas en una licitación. A través del mismo las ofertas recibidas serán adjudicadas comenzando con las ofertas que soliciten la menor tasa y continuando hasta agotar la totalidad de los títulos disponibles. La adjudicación se realizará a un precio único – la mayor tasa aceptada - para todas las ofertas aceptadas. Esa tasa se denomina tasa de corte.

## **B. Implementación de las Facilidades de Liquidez**

Se buscaba dar certeza a las IFI'S de que la liquidez de corto plazo estaba garantizada por el Banco Central del Paraguay, y de que las entidades podían dedicarse así a su función natural de intermediación financiera, sin temor a un descalce en sus operaciones o retiros imprevistos de liquidez de sus clientes. Esto, toda vez que su liquidez fuera invertida en IRM o Bonos garantizados por el Tesoro Nacional, a fin de poder acceder a las facilidades otorgadas por el BCP mediante operaciones de reporto. Así, mediante la Resolución N° 18, Acta N° 84 de fecha 21 de diciembre de 2010 es implementada la Facilidad de Liquidez de Corto Plazo (FLIR) y consistía en dotar de liquidez a las IFI'S mediante operaciones de reporto. El plazo de la operación fue establecido en dos tramos, el primero de hasta 30 días corridos, y un segundo tramo de 30 días adicionales, es decir, hasta 60 días.

Convencer a las IFI'S de que esta facilidad estaba disponible y era factible liquidar en el mismo día que se hacía la solicitud, constituía todo un desafío. El desafío consistía en que la entidad solicitante cuente con los recursos financieros, en el mismo día en que la entidad había solicitado el crédito, para ello se debían haber realizado las solicitudes previamente en la plataforma electrónica habilitada para el efecto, y una vez realizadas las confirmaciones no obstante por medio de notas físicas, se acreditaba en la cuenta de la entidad solicitante el importe solicitado, por el plazo estipulado y a la tasa de interés aprobada por el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetaria (CEOMA).

### **C. Implementación del Mercado Ciego**

Posteriormente fue diseñado el mercado ciego, por medio del cual se buscaba que los participantes (negociantes de deuda) oferten y demanden liquidez usando como colateral sus títulos públicos. En este mercado, los negociantes se comprometían a cotizar precios de compra y venta de cada emisión (referencia) a través de una plataforma electrónica administrada por el Banco Central y accesible para todos los participantes. El BCP, a su vez cumplía la función de Banco liquidador y depositaria de valores. Cualquiera de éstos podía realizar la compra/venta a los precios (tasas de interés), montos y plazos que aparecían en pantalla, pero a diferencia de las operaciones Repo interbancarias, en este mercado, en teoría, no se sabía quién fungía como contrapartida (el oferente o demandante de la liquidez).

Una vez que 2 entidades igualaban posiciones de oferta y demanda, la operación era cerrada y liquidada patrimonialmente contra el Banco Central. Así, el BCP realizaba con la entidad demandante de la liquidez, una operación Repo similar al FLIR y por el otro lado realizaba una operación de depósito con la entidad oferente de liquidez, por el periodo de tiempo que dure la operación, que podía ser de 1 hasta 5 días.

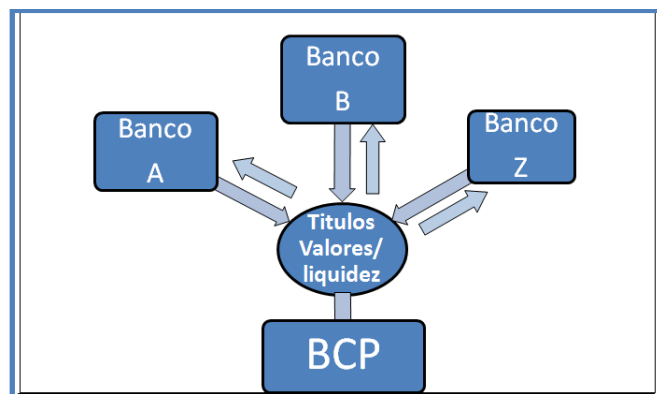
La liquidación de la operativa en el mercado ciego, se realizaba bajo la misma operativa que el call activo y pasivo, en la cual el BCP podía brindar a las entidades financieras los servicios de: la línea de crédito de liquidez y la ventanilla de depósitos de liquidez. La línea de crédito de liquidez proporciona crédito (sujeto a límites) del Banco Central a entidades individuales, a tasas de interés de mercado. Y, en la ventanilla de depósito de liquidez, las IFI'S podían

depositar su liquidez excedente a la misma tasa de interés pactada en la operación.

Lo anteriormente señalado buscaba generar un mercado con costos transaccionales bajos, sobre la base de los siguientes elementos:

- Colaterales seguros y de gran liquidez: IRM, BONOS.
- Administración del colateral: a cargo del BCP
- Sistema de registro ágil: DATATEC, SIPAP
- Registro/Custodia: a cargo del BCP
- Liquidación: a cargo del BCP

**Figura 5:** Mercado Ciego de dinero



**Fuente:** BCP, 2014

### III.3 Implementación del Sistema de Pagos Electrónicos y la Depositaria de Valores<sup>12</sup>

El Mercado interbancario de dinero se constituye en un factor importante para la gestión de la liquidez en el Sistema Financiero, por lo que las mejoras en los sistemas de pago contribuyen a fortalecer este mercado.

En el pasado, los requerimientos de reservas debían ser mantenidos en todo momento. Bajo esa restricción y con la liquidación de pagos de alto valor a través del cheque en netos no se producía estrés por falta de liquidez intradía. Sin embargo, con la evolución del sistema a un

<sup>12</sup> BCP/SIPAP, 2015

LBTR, la gestión eficiente de la liquidez por las entidades es cada vez más importante. En concordancia, la interconexión entre el sistema LBTR y la DCV es de suma importancia para permitir el funcionamiento eficiente de un mercado de liquidez colateralizado, y se garantiza que el mercado interbancario de dinero este plenamente integrado al Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real y a las plataformas de liquidación y custodia de valores.

Las plataformas transaccionales de este mercado (LBTR y DCV), si bien pueden estar separadas desde el punto de vista funcional, deben garantizar en forma integral el registro de las órdenes de transferencia de fondos y eventualmente de valores relacionadas con estas operaciones. Los procedimientos, ciclos y horarios de liquidación son establecidos por el BCP, previa coordinación con los operadores, de manera a obtener los mayores beneficios en el manejo de la liquidez intradiaria.

Enfáticamente, se puede afirmar como un hito que marco un salto a la modernidad para el funcionamiento del Mercado de Dinero del Sistema Financiero, la implementación del Sistema de Pago Electrónico y la Depositaria de Valores en el Paraguay. Hecho que posibilitó consolidar las operaciones interbancarias en tiempo real y sin la necesidad de confirmar las operaciones entre las entidades y el BCP por medio de las notas físicas, lo que restaba dinamismo y efectividad a las operaciones.

Con ese fin el Banco Central del Paraguay realizó una importante inversión en materia de recursos financieros y humanos, a fin de poder contar con un diseño y plataforma de última generación con todas las prestaciones y funcionalidades que garanticen contar con un Sistema de Pago y Liquidación y custodia de los títulos valores eficiente, moderno, confiable y seguro al mismo tiempo.

Esta implementación fue diseñada con un enfoque integral que contemplaba abarcar el cumplimiento de los diez pilares reconocidos internacionalmente, de conformidad a los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica establecidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales, que abarca: un marco jurídico específico para Sistemas de Pago; Sistemas de Pago de Importancia Sistémica;



Sistemas Minoristas; Cobro y Pagos del Gobierno y Sistemas de Compensación y Liquidación de Valores, por citar las más importantes.

El Banco Central del Paraguay (BCP) ha adoptado un enfoque estratégico para la reforma de los sistemas de liquidación de pago y valores de Paraguay. Los Sistemas de Pago del país se basan en los siguientes Pilares:

*Pilar I: Los Sistemas de Pago de Paraguay contarán con un marco jurídico que garantice su funcionamiento eficiente y seguro.*

*Pilar II: Los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica cumplirán los Principios Básicos del CPSS y funcionarán en condiciones de seguridad y eficiencia.*

*Pilar III: El mercado interbancario de dinero estará plenamente desarrollado y estrechamente integrado con los sistemas de liquidación.*

*Pilar IV: El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real permitirá la liquidación pago contra pago (PcP) de las operaciones de aquellas divisas permitidas en cuentas del BCP.*

*Pilar V: Los sistemas de pago de bajo valor serán seguros, eficientes e interoperables y brindarán una amplia variedad de instrumentos.*

*Pilar VI: Los cobros y pagos del Gobierno serán procesados en forma electrónica en un marco de eficiencia y seguridad.*

*Pilar VII: Los sistemas de compensación y liquidación de valores operarán en un entorno de EcP contribuyendo al desarrollo del mercado de capitales y gestión eficiente de la liquidez.*

*Pilar VIII: La función de vigilancia de los sistemas de liquidación de pagos y valores se ejercerá por el Banco Central del Paraguay en función de las facultades establecidas legalmente y en coordinación con la Comisión Nacional de Valores y otras autoridades.*

*Pilar IX: Los Sistemas de Pago de Paraguay se desarrollará dentro de un marco formal de cooperación entre autoridades y participantes.*

#### **A. Plan de Implementación**

Un objetivo clave para la implementación del Sistema de Pagos fue alcanzar una solución eficiente e integrada, tanto desde una perspectiva de negocios como económica. En muchos países se han concebido, diseñado e implementado iniciativas que satisfacen los objetivos de los

Pilares II, III y IV como una solución amplia integrada. Esta solución integrada requiere como un primer paso el desarrollo de un conjunto amplio de requerimientos de negocios y técnicos para ser usado en la toma de decisiones. De esta forma, el BCP decidió adquirir un sistema LBTR y un DCV integrado y hecho a la medida basado en un software básico e integrar éstos vía interfaces bien diseñadas, seguras y eficientes con los diversos subsistemas ya existentes o a implementarse. Este conjunto de Sistemas debía lograr satisfacer la totalidad de las necesidades de negocio de una manera plenamente integrada. Algunos países han vinculado sin mayores problemas un conjunto amplio de sistemas orientados al cliente/mercado con un sistema de libro mayor de contabilidad moderno, que opera en tiempo real, con lo cual satisfacen también todos los requerimientos de contabilidad de un Banco Central.

La implementación del sistema de pagos moderno e integrado incluyo los siguientes aspectos:

- Capacidad de liquidación bruta en tiempo real (LBTR) para procesar transferencias de fondos de alto valor o urgentes y la incorporación de una ACH<sup>13</sup> para los pagos de bajo valor.
- Un sistema de depósito central de valores (DCV) electrónico para valores de deuda del gobierno y su integración con el sistema LBTR para lograr la EcP bajo las modalidades que se determinen necesarias. Este sistema, con la finalidad para dar apoyo tanto a las operaciones en mercado primario como en mercado secundario;
- Interfaces con el sistema de contabilidad y libro mayor del BCP, en línea y en tiempo real para dar soporte a todas las operaciones financieras clave del BCP; y con cualesquiera otras aplicaciones que sean necesarias; y
- El hardware, equipo de telecomunicaciones y servicios adicionales necesarios para dar soporte a los nuevos sistemas y aplicaciones;

A través de la Resolución N° 15, Acta N° 82 de fecha 22 de noviembre de 2013, el Directorio del BCP resuelve: “...Disponer la puesta en producción de los Sistemas electrónicos de Pagos del Paraguay (SIPAP) a partir del 25 de noviembre de 2013”.

---

<sup>13</sup> Una transferencia ACH es una transferencia electrónica de fondos entre bancos a través de lo que se conoce como la red de Cámara de Compensación Automatizada.

### III.4 La Tasa Interbancaria: Call tradicional, Mercado ciego y Repo interbancario

La tasa Interbancaria del día se calcula en base al promedio ponderado de las operaciones interbancarias, cuyos plazos van de 1 hasta 5 días, bajo las 3 modalidades:

Call Tradicional, Ventanilla de Liquidez Interbancaria y Repo Interbancario.

Con la implementación del Sistema de Pagos y, gracias a las funcionalidades de la Depositaria de valores, las facilidades de liquidez conocidas como FLIR y VLI pasaron a tener otras denominaciones. Además, fueron establecidas otras facilidades como la Facilidad de Liquidez Intradía (ILF)<sup>14</sup>, y las facilidades por medio de la cual, las IFI'S depositan o demandan su excedente o falta de liquidez, al final del día de negocios.

A continuación se detalla la conceptualmente las 3 herramientas que componen la TIB y que junto a las facilidades de liquidez implementadas por el BCP conforman el esquema operativo de las Operaciones de Mercado Abierto. Esto, a partir de la puesta en vigencia del SIPAP y la Depositaria de Valores:

- a. **Repo Interbancario:** Es una operación de préstamo interbancario materializado a través de una operación de reporto entre IFI'S. El tomador de liquidez traspasa los títulos valores a la cuenta de custodia del oferente de liquidez. Al vencimiento, si la operación es cancelada correctamente los títulos vuelven a la cuenta de custodio del tomador de liquidez. En caso contrario, los títulos valores quedan en la cuenta del prestamista.
- b. **Repo Tripartito (VLI):** El Repo Tripartito es una operación de préstamo interbancario con la intermediación del BCP. Las partes acuerdan una operación de liquidez, la que finalmente se concreta con

---

<sup>14</sup> Esta facilidad de liquidez tiene como finalidad que las IFI'S puedan fondearse permitiendo que durante el día puedan realizarse las liquidaciones de las operaciones en tiempo real. Las IFI'S saldan esta liquidez antes de culminar el día del negocio, con los pagos que van recibiendo durante el día. En estricto rigor, se puede decir que las entidades que hacen uso de esta opción, son aquellas tienen entidades que tienen ordenadamente estructurada su flujo de caja.

dos operaciones. Una operación de depósito en el BCP por parte del oferente de liquidez y una operación de repo con el Banco Central por parte del demandante de liquidez. El demandante de liquidez paga una comisión por intermediación al BCP de 0,1%

- c. **Call Money (CMM):** Es un préstamo interbancario sin una operación de reporto. La misma se realiza a través de la plataforma de negociación de la DEPO/X y se liquida en la LBTR. Al vencimiento, la DEPO/X envía a la LBTR mensajes con los montos de liquidación (principal más intereses)

Además de las herramientas citadas, el BCP ha diseñado un esquema de facilidades que conforman el corredor de tasas, y que tiene por finalidad asegurar la provisión de liquidez de corto plazo. De esta forma se buscaba motivar a las IFI'S a negociar su liquidez entre ellas en el mercado interbancario, bajo la premisa de que la liquidez de corto plazo estaba garantizada por el BCP. Estas facilidades van en el siguiente orden:

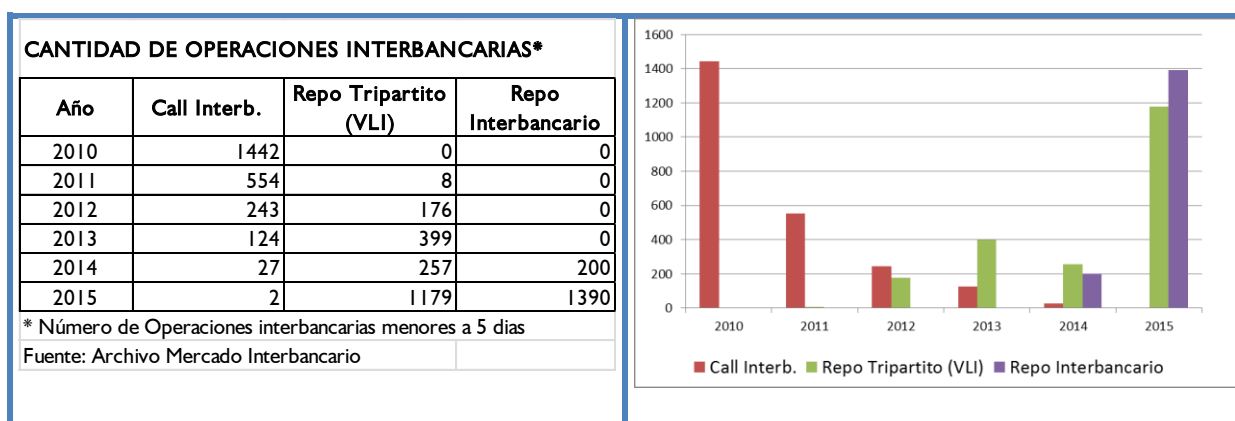
- a. **Facilidades de Liquidez Intradía (ILF):** Es una operación de Repo entre las IFI'S con el BCP con vencimiento el mismo día y sin costo. Esta facilidad es utilizada por los bancos centrales a los efectos de facilitar el funcionamiento del SIPAP en tiempo real.
- b. **Facilidad Permanente de Depósito (FPD):** Es un depósito de una Entidad Financiera en el Banco Central del Paraguay a un plazo de un día hábil (con vencimiento hasta el siguiente día hábil) a una tasa de interés fijada por el CEOMA (TPM -100 pb) y en la cual las entidades depositan su excedente de liquidez al final del día de negocios. La FPD representa el piso del corredor de tasas.

- c. **Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Títulos Valores Públicos (FLIR):** La ventanilla de liquidez FLIR es una operación de Reporto del BCP con una Entidad Financiera. Esta ventanilla consta de dos tramos: i) Primer Tramo, mayor a un día hábil hasta 30 días y, ii) Segundo Tramo hasta 60 días. La tasa de interés del primer tramo está fijado por el CEOMA y es 200 pb por encima de la TPM, mientras que la tasa de interés del segundo tramo es 300 pb por encima de la TPM.
- d. **Cancelación Anticipada (CC):** Representa la última ventanilla de liquidez para las IFI'S, y los puntos básicos de descuento sobre el plazo residual es fijada por el CEOMA.

Secuencialmente, si una IFI'S no encontraba liquidez en el mercado interbancario, tenía asegurada la provisión de liquidez con estas facilidades en el orden descripto, aunque con tasas por encima de las tasas de mercado.

Al ir tomando confianza y previsibilidad este tipo de operaciones entre las IFI'S, las preferencias por parte de aquellas hacia las diferentes facilidades fueron migrando debido a varios motivos. En primer lugar, las operaciones de mercado ciego Repo Tripartito (VLI) fueron sustituyendo a las operaciones de *call money* tradicional, debido a que este tipo de operaciones contaban con un riesgo más elevado al no tener el respaldo de una operación de reporto que avale la operación. En contrapartida, mediante las operaciones tripartitas o mercado ciego, no había riesgo alguno ya que la operación estaba respaldada con colaterales de títulos valores y cerradas patrimonialmente contra el BCP. A su vez, con el tiempo las operaciones de Repo interbancario pasaron a tener mayor preferencia que las operaciones Repo Tripartito (VLI), debido a que de esta forma la entidad demandante de liquidez se ahorra el pago de la comisión por intermediación al BCP del 0,1%.

**Figura 6: Operaciones Interbancarias**



Fuente: BCP, 2015

### III.5 Corredor de Tasas de Interés

El mercado interbancario es el mecanismo a través del cual la oferta y demanda de liquidez de corto plazo, confluyen y encuentran su equilibrio. Su normal funcionamiento es clave para la asignación de recursos. Las IFI'S acuden a este mercado con el fin de saldar sus demandas no anticipadas de liquidez y administrar su posición en el período de encaje. Los Bancos centrales, por su parte, fijan una tasa de referencia –típicamente overnight– y utilizan sus instrumentos creando las condiciones propicias, tal que la tasa interbancaria se sitúe en torno al nivel de referencia.

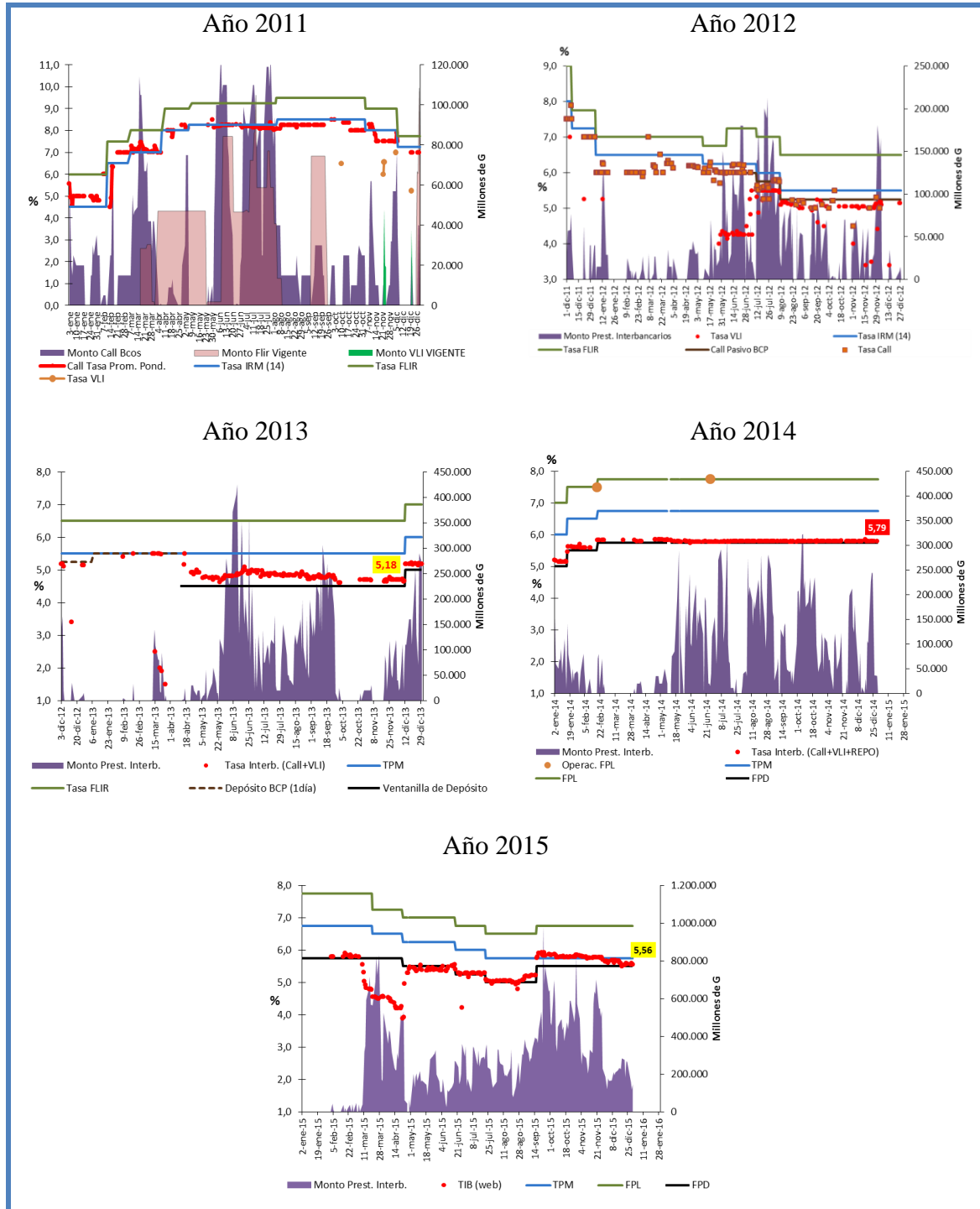
Conceptualmente, el corredor de tasas de interés representa las referencias de tasa de interés dentro de la cual las IFI'S buscarían fondear su liquidez mediante operaciones interbancarias. La misma está conformada por una facilidad permanente de depósito de liquidez mediante la cual las IFI'S depositan su exceso de liquidez y por una facilidad permanente de demanda de liquidez, a la cual las IFI'S pueden recurrir para demandar en caso de que no hayan encontrado liquidez a través del mercado interbancario. Las tasas de interés de ambas facilidades conforman el piso y el techo del corredor de tasas,

y servirían a su vez como referencia dentro de las cuales deberá ser fijado la TPM a un día y las tasas de interés de las operaciones interbancarias.

Con la implementación del esquema operativo de las Operaciones de Mercado Abierto, el corredor de Tasas, pasa a conformarse con los siguientes elementos:

- a. **Tasa Objetivo de Política Monetaria (TPM):** La TPM es la tasa overnight o tasa a 1 día y representa la tasa objetivo al cual el BCP desea que la tasa de interés interbancaria se sitúe, normalmente se ubicaría en el centro del corredor.
- b. **Facilidad Permanente de Liquidez (FPL):** La Facilidad Permanente de Liquidez se materializa con una operación de Reporto del Banco Central del Paraguay con una Entidad Financiera a un plazo de un día hábil (con vencimiento hasta el siguiente día hábil) a una tasa de interés fijada por el CEOMA (TPM +100 pb). La FPL se constituye en la primera facilidad a la cual una entidad puede fondearse en caso de no encontrar liquidez en el mercado interbancario, y representa el techo del corredor de tasas
- c. **Facilidad Permanente de Depósito (FPD):** Es un depósito de una Entidad Financiera en el Banco Central del Paraguay a un plazo de un día hábil (con vencimiento hasta el siguiente día hábil) a una tasa de interés fijada por el CEOMA (TPM -100 pb) y en la cual las entidades depositan su excedente de liquidez al final del día de negocios. La FPD representa el piso del corredor de tasas.

**Gráfico 4: Corredor de Tasas (Periodo 2011 – 2015)**



**Fuente: BCP, 2011 - 2015**

Se describe a continuación cómo ha ido evolucionando este corredor, conforme el inicio del periodo de implementación de metas de inflación, en el mes de mayo del año 2011, y en el periodo de transición de acuerdo a la gradualidad de la vigencia y ordenamiento de los nuevos instrumentos que fueron apareciendo.



Así, se puede visualizar que en el año 2011 del **Gráfico 4**, cuando aún no se contaba con una TPM a un día, el techo del corredor de aquel entonces estaba representado por la tasa de la facilidad FLIR vigente y el piso del corredor estaba representado por la tasa de la IRM del plazo más corto de colocación, en aquel entonces de 14 días y que a su vez representaba la tasa de referencia al cual cerraban las tasas interbancarias. Las operaciones interbancarias eran netamente operaciones call interbancarias, en función a líneas de crédito que tenían las IFI'S entre ellas como si fueran un cliente más. Esas líneas de crédito estaban acotadas de acuerdo al riesgo reputacional de cada IFI'S demandante de la liquidez, produciéndose negociaciones segmentadas de acuerdo al tamaño y origen de cada IFI'S.

En el mismo **Gráfico 4**, año 2012, el corredor seguía utilizando como referencias la tasa FLIR y IRM de 14 días como referencias extremas del corredor de tasas y si bien las operaciones del mercado ciego fueron aprobadas en abril del 2011, este tipo de opciones se dan inicio recién en el mes de octubre de dicho año, pero es al siguiente año cuando van concretándose con mayor frecuencia, aunque a tasas de interés alejadas al corredor de tasas por ser un instrumento novedoso y con mayor fiabilidad.

No es sino hasta el mes de abril del año 2013, en que fue aprobada la facilidad de depósitos a un día, por lo que es a partir de ese momento en que las operaciones interbancarias son cerradas a tasas de interés comprendidas dentro del corredor de tasas y por encima del piso del corredor de tasas. El techo del corredor seguía siendo referenciado por las tasas FLIR aprobada por el CEOMA y si bien no había necesidad, esporádicamente se seguían realizando este tipo de operaciones por parte de algunas IFI'S con la finalidad de ir probando el instrumento, incluso utilizando como colaterales Bonos del Tesoro Nacional. En noviembre de ese año es aprobada la puesta en vivo del Sistema de Pagos electrónico y la Depositaria de Valores.

En el mes de abril del año 2014 (**Gráfico 4**), es aprobado el reglamento de las facilidades de liquidez del BCP, estableciéndose como instrumento innovador la aparición de la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) a un día y a 100 puntos básicos por encima de la TPM, ubicándose la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) 100 puntos básicos por debajo de la TPM, y en 200 y 300 puntos básicos por encima las tasas de interés del primer y segundo tramo de las FLIR, respectivamente. De esta forma todo movimiento para arriba o para debajo de la TPM, implicaba automáticamente el movimiento simétrico de todas facilidades de liquidez. Un hecho a destacar es que si bien las IFI'S podían utilizar durante el día la ILF a una tasa del 0%, si dicha operación no era cancelada para las 16:20 hs, la operación se convertía automáticamente en una operación de FPL.

Se puede decir así que en el año 2015, tal como puede apreciarse en el **Gráfico 4**, el corredor de tasas de interés ya funcionaba a plenitud con el esquema de operativo de las operaciones de mercado abierto. Se puede observar además, que los movimientos a la baja de las TPM es acompañada por las demás facilidades, sin embargo 2 hechos explican que las TIB se ubiquen por debajo del piso del corredor de tasas: la implementación de un límite a las IFI'S para acceder a las FPD y la implementación del encaje legal promedio. Otro hecho a destacar representa que en el mes de octubre de dicho año, la tasa de interés de la FPD queda recortada a solo 25 puntos básicos por debajo de la TPM, y sumada a la disminución considerable de la liquidez global del sistema debido a una excesiva demanda de dólares, contribuye que las TIB se ubiquen al mismo nivel que la TPM. (Detallado en el punto III.8)

### **III.6 La curva de rendimientos**

Una curva de rendimiento, en finanzas, es la relación gráfica entre la tasa de interés o costo de los préstamos, y el tiempo de vencimiento de la deuda de un prestatario dado en una determinada divisa o instrumento. La curva de rendimientos muestra varios rendimientos o tasas de interés a través de diferentes longitudes de contrato (2 meses, 2 años, 20 años, etc.) para un contrato de deuda similar. La curva muestra la relación entre (nivel de) la tasa de interés (o costo de los préstamos) y el tiempo de maduración, conocido como el “término”, de la deuda de un prestatario dado en una moneda determinada. Por ejemplo, las tasas de interés en dólares pagados en bonos del Tesoro estadounidense para diversos vencimientos son vigilados de cerca por muchos comerciantes, y se representan habitualmente en un gráfico que se llama informalmente “la curva de rendimiento”. Más descripciones matemáticas formales de esta relación se llaman a menudo la estructura temporal de tasas de interés.

En Paraguay la curva de rendimientos actualmente está determinada por la colocación de instrumentos de deuda del BCP y del MH, conocidos por IRM y Bonos garantizados por el Tesoro Nacional, respectivamente. Así, la diferencia entre los rendimientos de los vencimientos a corto y largo plazo de los títulos ha logrado cierta notoriedad como un simple pronosticador de la actividad económica. En efecto, funciona como predictor al anticipar la actividad económica futura; Un aumento en la pendiente de esta curva puede interpretarse como una futura aceleración de la actividad económica, mientras que un descenso en el nivel de esta pendiente indica una inminente desaceleración.

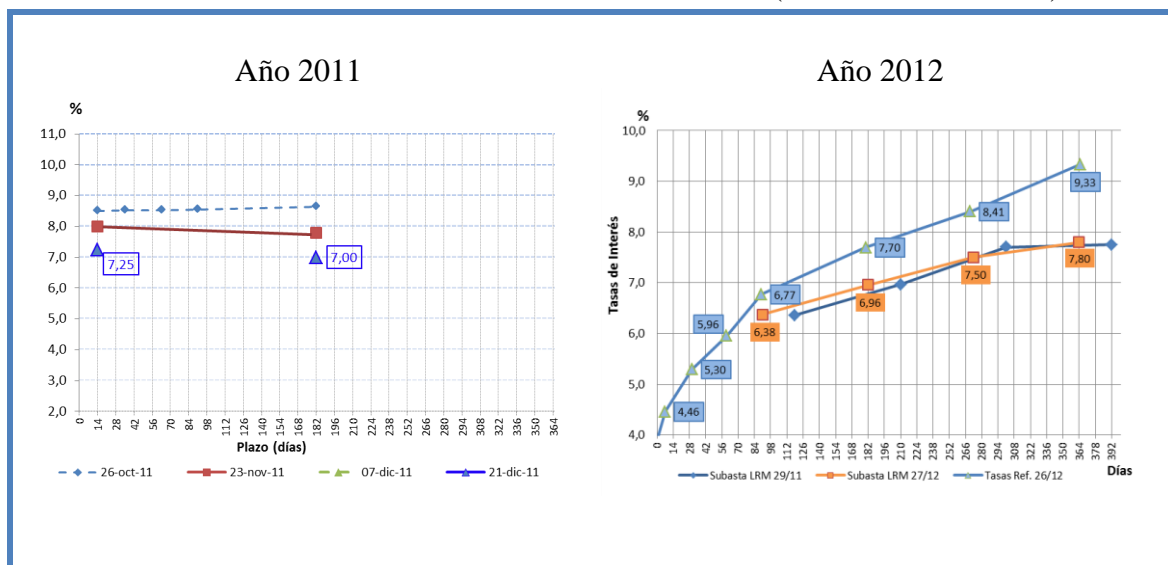
Dado el hecho de que no se cuenta con un mercado secundario de títulos valores efectivos, se presenta la situación de que no se cuenta efectivamente con una curva soberana de rendimiento de mercado. Ante dicha circunstancia, la curva de rendimientos de títulos valores públicos emitidos por el BCP y el Tesoro Nacional, se

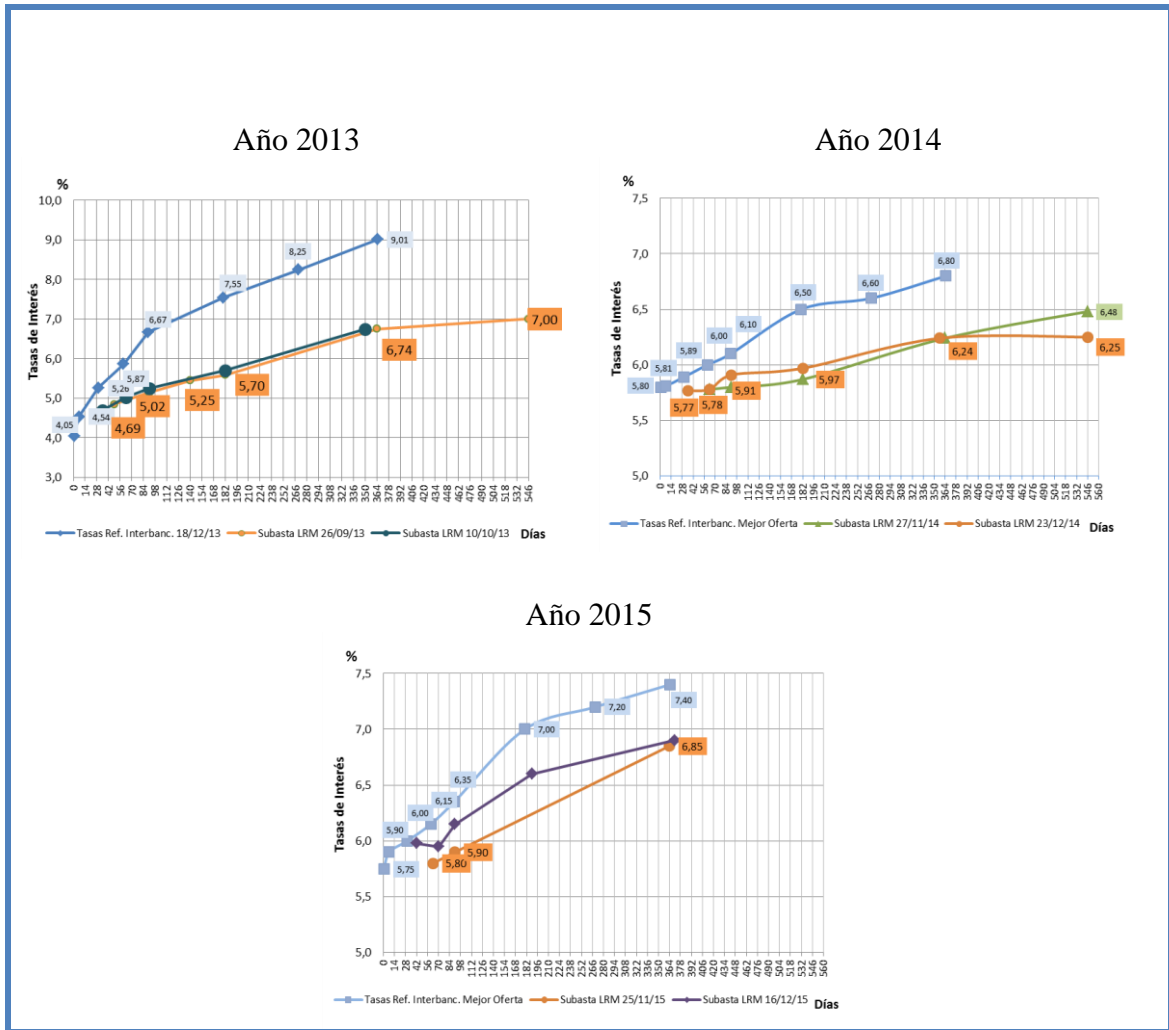
constituye actualmente en la única referencia válida para las operaciones financieras. Así, las colocaciones realizadas por los títulos del Central van desde 30 días, hasta 546 días (1 año y medio), mientras que los Bonos garantizados por el Tesoro Nacional tienen una maduración desde 2 hasta los 5 años.

EL BCP ha realizado esfuerzos para contar con una curva de referencia de mercado, para ello mediante la Resolución N° 122 de fecha 17 de agosto de 2012 fue aprobado un reglamento por medio del cual se obligaba a los bancos a presentar posturas en firme de demanda y oferta de liquidez en moneda nacional (posteriormente modificada por la Resolución del Directorio N° 14, Acta 33 del 05/05/16), sin embargo tal normativa no ha logrado aún su objetivo, tal como se podrá observar seguidamente en el Gráfico 3, debido a que las posturas presentadas por las entidades, no corresponden a tasas efectivas de mercado.

Seguidamente se expone a continuación las curvas de referencia resultante de la subasta de IRM de los últimos meses de cada año, así como la curva de las tasas referenciales resultante de la colocación de posturas de las IFI'S:

**Gráfico 5:** Curva de Rendimientos (Periodo 2011 – 2015)





Fuente: BCP, 2015

### III.7 Proyección de Liquidez

La proyección de liquidez del sistema bancario es un elemento clave en el marco de la administración de liquidez del Banco Central.

El objetivo de la proyección de liquidez es crear un conjunto de informaciones que coloque al Banco Central en una posición para suavizar los cambios en las condiciones de liquidez.

El propósito de suavizar las fluctuaciones en la demanda y oferta de liquidez es crear condiciones estables de liquidez y conducir el objetivo operativo del Banco Central.

La proyección de liquidez es el proceso de centralización de toda la información pertinente que determina la futura posición de liquidez del sistema sin operaciones del

Banco Central. En base a estas proyecciones, el Banco Central decide cuanta liquidez inyectar o sacar del mercado.

La proyección de liquidez es por lo tanto un proceso que precede a la implementación de la administración de liquidez del Banco Central. Ciertos instrumentos indirectos de política monetaria pueden contribuir en reducir las fluctuaciones en las condiciones de liquidez. Encajes legales con promedios y Facilidades permanentes pueden limitar la volatilidad de la tasa de interés.

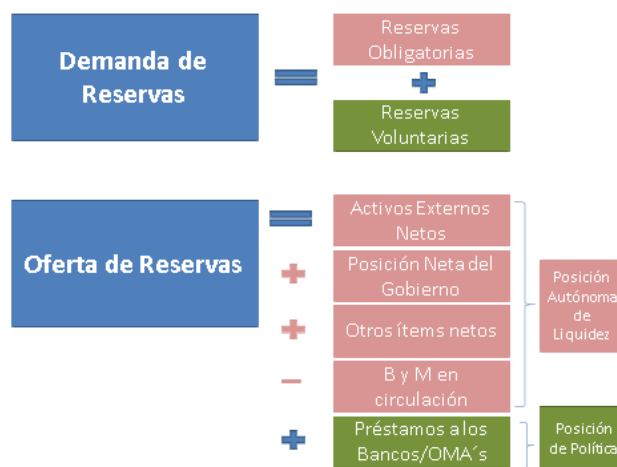
Si el sistema de pagos está subdesarrollado y es ineficiente, el sistema bancario típicamente se mantiene largo en liquidez, generalmente con una volatilidad alta en las reservas excedentarias (o técnicas).

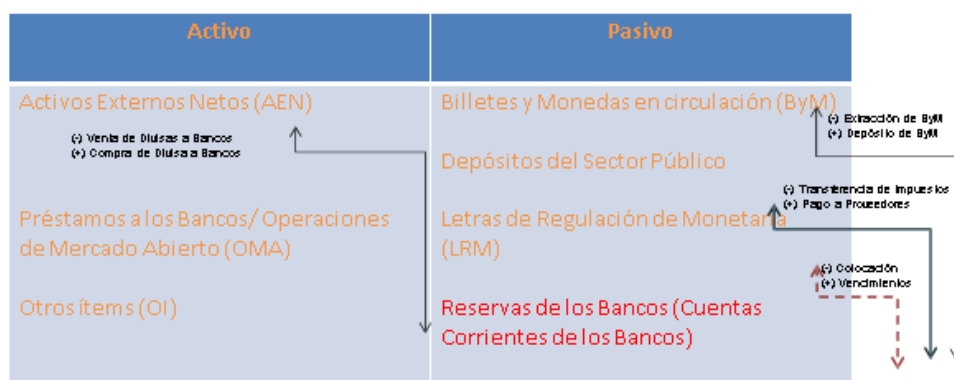
La demanda y oferta de liquidez puede ser derivada desde el balance del Banco Central.

Un balance simplificado del Banco Central puede ser visto de esta manera:

**Figura 7: Balance Simplificado del Banco Central**

Activos	Pasivos
Activos Externos Netos	Billetes y Monedas en circulación
Posición Neta del Gobierno	Reservas Bancarias
Préstamos a los Bancos /OMA's	
Otros ítems	





Fuente: BCP, 2015

Cuando el Banco Central fija una tasa de interés, utiliza la proyección diaria del exceso de demanda u oferta de liquidez para definir el monto de liquidez a absorber o inyectar diariamente en el mercado.

La proyección de liquidez es un instrumento por medio del cual el BCP espera anticipar el nivel esperado de la liquidez en el Sistema Financiero, con el fin de extraer o inyectar liquidez de tal forma a que las IFI'S cierren las operaciones interbancarias, tal que las TIB se ubiquen en niveles cercanos a la TPM.

Con dicho fin, el BCP estudia las variables que inciden sobre el nivel de la liquidez, diseñando un esquema estructural sobre los componentes autónomos y exógenos que inciden sobre la liquidez. La sumatoria de cada uno de los componentes, da como resultante un monto que representa la proyección esperada de la liquidez del Sistema Financiero en el periodo  $T + 1$ .

En el Siguiete Cuadro se pueden apreciar los componentes de las variables que afectan positiva o negativamente en la composición de la liquidez global.

## Cuadro 2: Componentes que afectan la liquidez global

	<b>LIQUIDEZ INICIAL DEL SISTEMA (1+2+3)</b>
1	<b>CUENTA CORRIENTE</b>
2	<b>VENCIMIENTOS DE OPERACIONES (FPD)</b>
	- FPD + intereses (+)
	- Call activo + intereses (-)
3	<b>ADMINISTRACION DE LIQUIDEZ (ADL)</b>
	- Subasta de Depósitos (-)
	Intereses + Capital (+)
	- Subasta de Repo (+)
	Intereses + Capital (-)
4	<b>LETRAS DE REGULACION MONETARIA - Neto</b>
	- Colocaciones (-)
	- Recuperaciones/Vencimientos (+)
5	<b>OPERACIONES DE CAMBIO (pata PYG)</b>
	- Compras Divisas (+)
	- Ventas Divisas (-)
6	<b>ENCAJE LEGAL</b>
	- Constitución (-) DEBITO
	- Desencaje (+) CREDITO
7	<b>VARIACIÓN CUENTA ENCAJE LEGAL (hasta 10% de lo encajado)</b>
	- Depósitos (-)
	- Extracción (+)
8	<b>BILLETES Y MONEDAS EN CIRCULACION - M0</b>
	- Depósitos (+)
	- Extracción (-)
9	<b>OPERACIONES DEL TESORO PUBLICO</b>
	- Pagos realizados (+)
	- Impuestos y Otros (-)
10	<b>BONOS DEL TESORO</b>
	- Colocaciones (-)
	- Vencimientos Cupones (+)
11	<b>OPERACIONES ADMINISTRATIVAS DEL BCP y AFD</b>
	- Pagos realizados (+)
	- Cobros (-)
	- FPL/FLIR (+/-)
	- AFD_ pagos(+), cobros(-)
12	<b>PRESTAMOS DE CORTO PLAZO (FPL)</b>
	- Crédito (+)
	- Débito (-) Cancelación
	<b>Liquidez PROYECTADA (FPD + CC)</b>



### **III.7 La Administración de Liquidez, la “Política Fiscal” del BCP y los mercados de Deuda**

Los Bancos Centrales administran la liquidez del Sistema Financiero de forma tal que el nivel de liquidez existente permita que las operaciones interbancarias se ubiquen sino alrededor de la TPM, por lo menos dentro de los parámetros del Corredor de Tasas. Tal situación es la ideal a fin de afectar convenientemente la TPM hacia las tasas activas y pasivas del Sistema.

Un exceso de liquidez en el Sistema hace que las tasas interbancarias se ubiquen muy por debajo de la TPM y del corredor de las tasas, por el contrario una merma excesiva de liquidez resulta en unas tasas interbancarias por encima de la TPM y del corredor de Tasas.

Con el fin de corregir la liquidez estructural del Sistema, el BCP realiza las colocaciones mensuales de IRM, de igual forma con el fin de corregir las variaciones de liquidez de corto plazo el BCP utiliza las operaciones denominada de “Sintonía Fina”<sup>15</sup>. De esta forma, en caso de que la proyección de liquidez proyectara un exceso de liquidez, el BCP deberá realizar una operación de subasta de depósitos a corto plazo (de 7, 30,60, 90, 180 hasta incluso 180 días) con una frecuencia acorde a las necesidades y, por el contrario, si la proyección de liquidez informara una falta de liquidez en el Sistema el BCP deberá inyectar liquidez a través de operaciones de reporto de corto plazo (mismos plazos que la operación de depósitos), ambas operaciones a tasas de interés fijado por el Comité de Mercados.

Por Política Fiscal del BCP, denominamos a los costos que se incurre con el fin de cumplir con el objetivo operativo de la política monetaria y que por ende constituyen los

---

<sup>15</sup> Implementada a través de la Resolución N° 4, Acta N° 2 de fecha 7/01/16: “Reglamento de Administración de Liquidez de Corto Plazo”.

costos de política monetaria y que forman parte del pasivo del Balance del BCP (**Figura 7: Balance Simplificado del Banco Central**). Los resultados de este Balance, sean positivos o negativos, se conocen como déficit o superávit cuasi fiscal<sup>16</sup> (según sea el resultado).

En este punto, la coordinación de las políticas resulta esencial, en especial cuando el Banco Central participa directamente en el desarrollo de los mercados de deuda. En este sentido, el grado de coordinación depende en gran medida de los mecanismos institucionales en vigor. Por ejemplo, en algunos países las operaciones para la gestión de la deuda se apartan de las actuaciones de política monetaria del Banco Central, de tal modo que el Gobierno se financia a través del mercado primario mientras que el Banco Central utiliza el mercado secundario para cuestiones de liquidez. En estos casos, la función de la coordinación es principalmente táctica y resulta importante que el Banco Central y el Tesoro compartan información sobre la liquidez del mercado (Mohanty, 2002). La coordinación implícita, por ejemplo, supondría que el banco central señala las condiciones de las tasas de interés mientras extrae información de la curva de rendimientos para sus operaciones de política monetaria. En otros países, los bancos centrales participan en la gestión de la deuda, aunque la mayoría de ellos ha abolido o restringido la financiación directa de los déficits públicos a través del Banco Central.

En cualquier caso, los bancos centrales deben ser capaces de promover los mercados de bonos, especialmente cuando los déficits fiscales y las tasas de inflación sean bajos, incluso aunque participen también en la gestión de la deuda. Cuando

---

<sup>16</sup> Estos resultados, junto con los resultados de la Administración Central, Municipalidades, Gobernaciones y otras cuentas pasan a conformar el Balance Consolidado del Sector Público.

los déficits fiscales son elevados se hace más necesaria esta coordinación, especialmente a causa de la preferencia por los instrumentos de mercado. En general, pueden surgir conflictos entre los objetivos de la gestión de la deuda y los de la política monetaria, dada la disyuntiva entre minimizar el costo del endeudamiento del Gobierno y estabilizar los precios. En estas circunstancias, la coordinación podría ayudar a asegurar que la estabilidad de precios siga siendo la prioridad de los bancos centrales y a reforzar la confianza del mercado en el compromiso de las autoridades con los principios del mercado, pese al solapamiento de responsabilidades.

Con una gestión prudente de la deuda, también pueden reforzarse mutuamente las políticas fiscales y monetarias para reducir las primas de riesgo en la estructura de tasas de interés a largo plazo. En este contexto, sería recomendable que los bancos centrales informaran sobre cómo influyen los niveles de deuda pública en la consecución de sus objetivos monetarios. A su vez, los gobiernos han de compartir información sobre sus necesidades de liquidez presentes y futuras.

Otro posible conflicto surgiría si tanto el banco central como el Gobierno emitieran sus propios títulos, lo que podría segmentar el mercado en ausencia de una adecuada coordinación. En estos casos, ambas instituciones deberían comunicar el vencimiento, el volumen y el calendario de sus respectivas emisiones. Ahora bien, como señala Mohanty (2002), esta coordinación podría dar pie a otra cuestión: ¿debería el banco central seguir emitiendo sus propios títulos una vez desarrollado el mercado de letras del Tesoro?. Los bonos del banco central tienen la ventaja de permitir separar la gestión monetaria de la gestión de la deuda, dándole a la institución flexibilidad operativa en sus intervenciones de política monetaria. Sin embargo, por otro lado presentan dos importantes inconvenientes: aumentan el riesgo de pérdidas en el banco central cuando sus

títulos se utilizan para absorber grandes cantidades de exceso de liquidez y, pueden segmentar el mercado cuando existen otros títulos, limitando con ello el desarrollo de los mercados monetarios en general (Quintyn,1997).

### **III.8 El Mercado Cambiario y su relación con el Mercado de Dinero**

Las operaciones del Banco Central en el mercado cambiario, terminan por afectar el mercado de dinero. Esto es a consecuencia de las IFI'S necesitan hacer uso de su liquidez en Moneda Nacional a fin de hacerse con los dólares que el BCP vende en el mercado financiero.

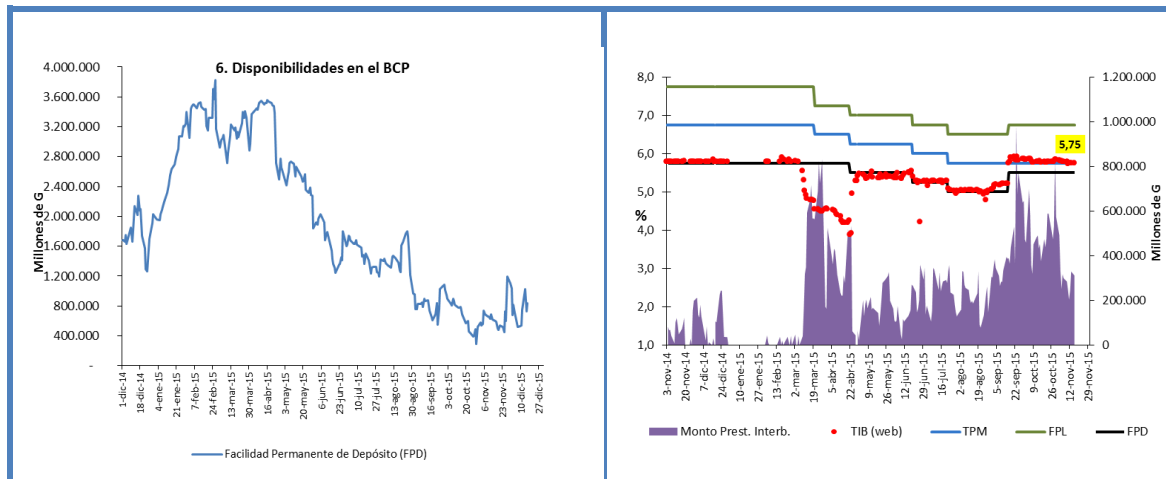
De esta forma se da la peculiaridad en que épocas de shocks externos como la vivida recientemente con mayor intensidad a fines del segundo semestre del año 2015, cuando debido a una fuerte apreciación del dólar americano a nivel regional y mundial, los agentes económicos, financieros y no financieros, prefirieron posicionarse en dicha moneda, lo que se tradujo en una fuerte demanda en esa moneda. Debido a esto, el BCP tuvo que salir a vender los dólares a fin de satisfacer la demanda.

La situación descrita en el párrafo anterior obligo a vender durante el año 2015, USD 1.540 millones al Sector Financiero, que al tipo de cambio promedio de ese año. (Gs. 5.207/ USD) equivaldría a retirar del mercado la suma aproximada de Gs. 8. Billones. Lo cual, sumado a otros factores que contribuyen a alimentar positivamente la liquidez, incidió finalmente en una disminución neta de la liquidez en aproximadamente Gs. 3,5 billones en términos netos.

Se puede observar así que debido a las fuertes ventas de dólares realizadas por el BCP en el año 2015, la liquidez global del sistema medida por la FPD bajo a niveles históricos, y produjo que por primera vez desde que en estricto rigor fuera

implementada el corredor de tasas, la TIB pase a despegarse de la FPD para pasar a ubicarse en niveles similares a la TPM.

**Gráfico 6:** Facilidad Permanente de Depósito en el BCP y el Corredor de tasas (Año 2015)



**Fuente:** DMA-BCP, 2015

#### **IV. El mercado de Capitales en Paraguay**

El mercado de capitales es donde se realizan operaciones con títulos de libre cotización como acciones, bonos, títulos de deuda pública y otros valores. Este mercado hace posible la existencia de un mercado secundario, debido a que al mismo convergen demandantes de liquidez e inversionistas que acuden buscando rentabilizar sus capitales demandando los instrumentos de deuda ya emitidos con anterioridad por el sector privado o por el sector público en el mercado primario.

Este mercado es de suma importancia para el desarrollo de un país, en la medida que se constituya en una fuente de financiamiento del sector público y privado para la obtención de recursos para financiar nuevos proyectos de inversión o a fin de reestructurar pasivos.

El mercado de capitales comprende valores de renta fija y de renta variable que tienen vencimiento superior a un año. El riesgo de estos instrumentos financieros generalmente es mayor que el de los valores del mercado de dinero debido al vencimiento más largo y a las características mismas de los títulos.

En Paraguay la estructura del mercado de valores está representado de la siguiente forma: como órgano regulador la Comisión Nacional de Valores; como agentes participantes, la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., las casas de bolsas, los emisores, inversionistas, auditores externos y las calificadores de riesgos.

La evolución financiera puede tener importantes implicaciones para la política monetaria, también hay que considerar la función de los bancos centrales para fomentar el desarrollo de los mercados financieros locales y en cierta forma hasta el desarrollo de los mercados de capitales. Este aspecto es irrefutable, dado que los bancos centrales han de coordinar sus políticas con los ministerios de finanzas. De hecho, hay buenas razones para creer que el grado de profundización del

mercado financiero dependerá de las estrategias para el desarrollo de los mercados primarios y secundarios (Sundararajan y Dattels, 1997).

¿Hasta qué punto las autoridades económicas, y en concreto los bancos centrales, deberían fomentar el desarrollo de los mercados financieros? ¿Qué función deberían desempeñar en ellos los bancos centrales? No hay consenso a la hora de responder a estas preguntas, incluso muchas economías emergentes todavía se esfuerzan por encontrar el equilibrio adecuado. Por un lado, se afirma que los instrumentos y procedimientos de la política monetaria han de acomodarse al nivel de desarrollo de los mercados financieros en los que operan, incluso aunque éstos últimos estén poco desarrollados. Por el otro, se argumenta que los bancos centrales deben estar dispuestos a marcar la pauta de dicho desarrollo.

Hay indicios de que esperar a que las instituciones evolucionen antes de adoptar mecanismos basados en el mercado puede ser peor que promover su evolución adoptando dichos mecanismos en el marco de un programa de modernización (Archer, 2006). En ambos casos, suele ser necesario un largo periodo de transición en el que los instrumentos de mercado coexistan con los controles cuantitativos. La secuenciación y la velocidad de esta transición deben considerarse minuciosamente a fin de que los responsables de las políticas tengan tiempo suficiente para familiarizarse con el nuevo entorno y que las instituciones financieras sean capaces de hacer frente a una mayor volatilidad de las tasas de interés. Asimismo, las estructuras institucionales heredadas tal vez no sean idóneas para un entorno de mercado, como ha ocurrido por ejemplo cuando los bancos de propiedad pública han seguido desempeñando una labor importante o cuando el ahorro ha seguido canalizándose a través de las instituciones nacionales de ahorro.

El Fondo Monetario Internacional (FMI, 2004) identifica cuatro fases de desarrollo de los mercados monetarios: (i) el restablecimiento de las principales funciones en las que el banco central tiene potestad tras un conflicto en el país; (ii) desarrollo de la intermediación financiera donde las políticas monetarias utilizan instrumentos basados en reglas (como requerimientos de reservas mínimas o facilidades de depósito o refinanciación a disposición de los bancos que lo soliciten); (iii) fomento del desarrollo del mercado interbancario mediante la introducción de operaciones en el mercado monetario, manteniendo al mismo tiempo los instrumentos basados en reglas; y (iv) diversificación de los mercados para que la gestión de la liquidez pueda realizarse únicamente a través de los mercados monetarios.



## V. Desafíos y Conclusiones

1. La tasa de interés se constituye en la principal herramienta de un Banco Central en metas de inflación. Se pretende a través de este canal, incidir sobre el Sistema Financiero, el mercado de créditos, por intermedio de este sobre la actividad económica y así finalmente sobre la inflación. Con el fin de que la TPM pueda incidir eficientemente, es necesario el desarrollo de un mercado de dinero dinámico, profundo y confiable, donde las IFI'S puedan maximizar la rentabilidad en su liquidez de corto plazo, sin poner en riesgo la estabilidad del Sistema Financiero.

2. Se debe recalcar, que en el último quinquenio el Banco Central del Paraguay logro un importante avance en la profundización del mercado de dinero, logrando sobre todo que las entidades de intermediación financiera confíen en las diversas facilidades de liquidez que el Central puso a disposición del Sistema Financiero, y a través de la implementación de otros instrumentos, lograr que las IFI'S negocien su liquidez entre sí, disipando el riesgo reputacional.

3. Resulta cierto que el Banco Central del Paraguay logro conformar un corredor de tasas interés, mediante la adopción de ventanillas de demanda y depósito de liquidez, pero también resulta cierto que la posición deudora de la entidad matriz monetaria ante la gran liquidez del Sistema Financiero, no resulta ser el escenario ideal para que la tasa interbancaria converja actualmente alrededor de la TPM.

5. En los últimos años se observa un exceso de liquidez estructural que tiene su origen en la acumulación de reservas y gastos del Sector Público. Rule (2011), define al exceso de liquidez como el mantenimiento involuntario de reservas en el Banco Central. El origen común de este exceso de liquidez es el incremento de RIN o préstamos al gobierno.

Las decisiones del Banco Central deberían orientarse a:

- a. Aceptar el exceso de liquidez. En esta situación, las operaciones de absorción de liquidez se realizarán con instrumentos de corto plazo.
  - b. Moverse a una situación absorción del exceso de liquidez y asumir los costos como costos de la política monetaria y por ende con un resultado en el balance de déficit cuasi fiscal.
5. Es de vital importancia que el Tesoro Público establezca su flujo de caja, o en su defecto ordene sus pagos en el periodo  $T + 1$ , de forma a no distorsionar la proyección de liquidez del BCP. Este paso contribuirá además a ordenar su flujo de caja.
6. Se necesita una fina coordinación en las emisiones de las IRM y Bonos del Tesoro Nacional. Es necesario para el desarrollo del mercado de capitales una presencia continua y predecible del Tesoro Público en las emisiones locales de Bonos. La falta de emisiones genera una escasez de inversionistas institucionales, bajas tasas de ahorro interno, falta de interés de inversores internacionales, que a su vez deriva en un pequeño y altamente homogéneo grupo de inversores, contrario a la heterogeneidad requerida para que el mercado sea eficiente.
7. Si bien las negociaciones concretadas en el mercado de dinero se realizan bajo la modalidad de operaciones de reporto, utilizando los títulos valores públicos emitidos en el mercado primario por el Central y Tesoro Público, es necesario concretar la integración de este mercado, con el mercado de capitales. Actualmente el mercado de capitales y el mercado de dinero no se encuentran conectados y las negociaciones de liquidez, si bien se realizan en forma marginal, queda pendiente el gran volumen de negociación.

8. El mercado de Capitales podrá adquirir un volumen considerable, cuando los Bonos garantizados por el Tesoro Nacional y las IRM, sean negociadas en el mercado secundario a través de la Bolsa de Valores.

9. Es necesario de que la Bolsa de Valores realice las inversiones necesarias en materia de tecnología e infraestructura con el fin de contar una Depositaria de valores que reúna los requisitos mínimos exigidos, o en su defecto, centralizar las operaciones de custodia de títulos valores públicos y/o privados en una sola Depositaria de Valores, que reúna las condiciones exigibles y descriptas en el Capítulo III.3 de este documento. A tal efecto, resulta indispensable modificar el Artículo 27, Capítulo VII, de la Ley N° 4595 “Sistemas de Pagos y Liquidaciones de Valores” y aprovechar la inversión realizada por el BCP en su momento, al adquirir una DCV con todas las prestaciones y funcionalidades de eficiencia y seguridad requerida. De esta forma estará allanado el camino para permitir la desmaterialización exitosa de los certificados de depósitos de ahorro y su posterior negociabilidad, al igual que los títulos valores públicos.

10. Se distinguen 3 desafíos en concreto: subsanar la posición deudora del Banco Central ante el Sistema Financiero, desarrollo del mercado secundario e integración del mercado de dinero con el mercado de capitales, y por medio de lo anterior lograr establecer una curva soberana de rendimientos de mercado.

En la medida que se vayan definiendo exitosamente los desafíos enumerados ut supra, será concebido un círculo virtuoso, en el cual el Sistema Financiero paraguayo logrará importantes avances en materia de integración y negociación de la liquidez global, la profundización del mercado de dinero, y en forma simultánea, una transmisión más óptima de la tasa de política monetaria del Banco Central del Paraguay.

## VI. Bibliografía

- Archer, D (2006): «Implications of recent changes in banking for the conduct of monetary policy», BIS Papers n°28, agosto.
- Arena, M, C Reinhart y F Vasquez (2006): “The lending channel in emerging economies: are foreign banks different?”. NBER Working Paper 12340, junio.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2006): «Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies: what is new?», nota preparada para la Emerging Market Deputy Governors’ Meeting, Basilea, diciembre.
- Alatorre, Gerardo (1995): Fortalecimiento Institucional. Ficha 1
- Bejarano, W., Velázquez, C., Rojas, B., Biedermann, G. & Ruiz Díaz, V. (2012): The Measurement of Liquidity and Optimal Monetary Policy.
- Bernanke, B y M Gertler (1995): «Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission», Journal of Economic Perspectives, vol. 9, n° 4, otoño, pp. 27–48.
- Bernanke, B. & Woodford, M., (1997), “Inflation forecasts and monetary policy”, Journal of Money, Credit and Banking, 29, 653–685.
- Betancour, C, J De Gregorio y J Medina (2006): «The great moderation and the monetary transmission mechanism in Chile», documento preparado para la BIS Emerging Market Deputy Governors’ Meeting, Basilea, diciembre.
- BIS Papers n° 36 Sellon, G (2002): «The changing U.S. financial system: some implications for the monetary transmission mechanism», Economic Review, primer trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Borio, Claudio (1997): Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries. Banco Internacional De Pagos.
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) (2000): Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications, marzo, Basilea.
- Corvalán M., Jorge R. (2012): Política Monetaria y Medidas Macropрудenciales. Banco Central del Paraguay. Asunción, 2012.
- Cuevas, Gustavo (2010): El Mercado de Dinero en Paraguay.
- De la Torre, A. “El Ciclo de los productos básicos en América Latina: Mirajes y dilemas”. Working Paper. Banco Mundial para América Latina y el Caribe.
- Finn E. Kydland, Edward C. Prescott. (1997). The Journal of Political Economy, Volume 85, Issue 3 (Jun., 1977), 473–492.
- Fondo Monetario Internacional (FMI 2004): «Monetary policy implementation at different stages of market development», Staff of the Monetary and Financial Systems Department, 26 de Octubre.
- Gaytán, A y J Gonzalez (2006): «Structural changes in the transmission mechanism of monetary policy in Mexico: a non-linear approach», Banco de México, Documentos de Estudio, n° 2006-06, April.
- Grupo de los Diez (G–10) (2001): «Consolidation in the Financial Sector», Banco de Pagos Internacionales, enero.
- Gustale Gill, J. & Heisecke, C. (2011): Adopción de Metas de Inflación en Paraguay.
- Insfrán Pelozo, José Anibal (2000): El Sector Financiero Paraguayo. Evaluando 10 años de Transición. (Liberalización y Crisis)
- Lahera Parada, E. Introducción a las políticas públicas. Fondo de Cultura Económica. Chile. 2002. ISBN: 956-289-033-3.

- Leiderman, L, R Maino y E Parrado (2006): «Metas de inflación en economías dolarizadas», en A Armas, A Ize y E Levy-Yeyati (eds) Dolarización Financiera: La agenda de Política, Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Reserva del Perú.
- Loayza, N y K Schmidt-Hebbel (2004). «Monetary policy functions and transmission mechanisms: an overview», en N Loayza y K Schmidt-Hebbel (eds), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism, Banco Central de Chile.
- Mercado de Dinero – Money Market – Documento 04, US Department of the Treasury.
- Mishkin, F (1995): «Symposium on the monetary transmission mechanism», Journal of Economic Perspectives, vol. 9, n° 4, autumn, pp.3–10.
- Mohanty, M. and Narayana, R. (2002): «Improving liquidity in government bond markets: what can be done?», en BIS Papers n° 35.
- Moreno, R. (2008): «Monetary policy transmission and the long-term interest rate in emerging markets», BIS Papers n° 35, enero.
- Pesce, M. (2008): «Transmission mechanism for monetary policy in emerging market economies: what is new?», en BIS Paper n° 35.
- Quintyn, M (1997): «Government versus central bank securities in developing market-based monetary operations», en V. Undarajan, P. Dattels y H. Blommestein (eds), Coordinating Public Debt and Monetary Management, FMI.
- Rojas, B. & Charotti, J. (2008): Modelo de Proyección de la Inflación.
- Rojas, B., Biedermann, G., Ruiz Díaz, V. & Barrail, Z. (2011): Modelo de Consistencia Macroeconómica de la Economía Paraguaya.

- Rojas, P. y Cresta, J. (2004): *Objetivos de Inflación En Paraguay: ¿Están Las Condiciones?* Ministerio De Hacienda Del Paraguay
- Schaechter, Andrea (2001): *Implementation of Monetary Policy And The Central Bank's Sheet*. Fondo Monetario Internacional.
- Schmidt-Hebbel, K. & Tapia, M., (2002), “Monetary policy implementation and results in twenty inflation- targeting countries”, Banco de Chile, Working Paper 166.
- Sundararajan, V y P Dattels (1997): «Coordinating public and monetary management in transition economies: issues and lessons from experience», en V Sundararajan, P Dattels y H Blommestein (eds), *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, FMI.
- Sundararajan, P. and Blommestein, H. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. International Monetary Fund. Publication Date: April 15, 1997.
- Tovar, C (2007): «Transformación estructural de los sistemas financieros e implicaciones para la política monetaria en América Latina y el Caribe», BIS Papers n° 33, febrero.
- Van't Dack, J (1999): «Implementing monetary policy in emerging market economies: an overview of issues», BIS Policy Papers n° 5, marzo.