

Banco Central del Paraguay

**Departamento de Síntesis Macroeconómica e
Investigación**

Gerencia de Estudios Económicos

Julio 2011

Adopción de Metas de Inflación en Paraguay: Una Evaluación*

Jazmín Gustale Gill

Banco Central del Paraguay

Cristina Heisecke

Programa de Pasantía Banco Central del Paraguay

*Las opiniones expuestas en este documento son de exclusiva responsabilidad de las autoras y no comprometen la posición institucional del Banco Central del Paraguay, ni la de sus autoridades.

Adopción de Metas de Inflación en Paraguay: Una Evaluación

RESUMEN

Este trabajo describe, en base a la literatura económica y la experiencia, las motivaciones, condiciones y desafíos de la implementación de un esquema de metas de inflación y analiza la posición de Paraguay respecto a estas cuestiones. El 18 de mayo de 2011, Paraguay ha anunciado la transición de su política monetaria de un esquema de agregados hacia metas de inflación. Desde el año 2005, el Banco Central del Paraguay viene fijando un objetivo inflacionario anual (5% +/-2,5%, para el 2011) haciendo uso de sus instrumentos de política monetaria para mantener la inflación dentro de este rango objetivo.

Sin embargo, el esquema de metas de inflación va más allá de la simple determinación de una meta numérica y explícita para el objetivo inflacionario. En este sentido, Paraguay debe cumplir con ciertas condiciones y enfrentar desafíos en el proceso de implementar este régimen con éxito. Este trabajo describe y analiza estos elementos.

ABSTRACT

This paper describes, based on economic literature and experiences, the motivations, conditions, and challenges of implementing an inflation targeting regime and analyzes Paraguay's position regarding these aspects. On May 18th, 2011, Paraguay announced its monetary policy transition from a framework based on monetary targeting towards inflation targeting. Since 2005, the Central Bank of Paraguay has been announcing an annual inflation objective (5% +/-2.5% for 2011) using its monetary policy instruments to maintain inflation within its goal range.

Nevertheless, an inflation targeting regime goes beyond the simple determination of a numerical and explicit target for inflation. In this sense, Paraguay must satisfy certain conditions and face challenges in the process of implementing this regime successfully. This paper describes and analyzes these elements.

Palabras Claves: Metas de Inflación, Metas de Agregados Monetarios y Estabilidad de Precios.

*Las autoras agradecen el apoyo de Carlino Velázquez, Darío Rojas, Cesar Yunis, Víctor Ruiz Díaz y Gustavo Biedermann para la elaboración de este documento. Además se valoran los comentarios y opiniones de Ángel Barreto, Jorge Burgos y Holger Insfrán. También se reconoce la colaboración de Hugo Centurión, Diego Legal y Marco Tulio Benítez.

CONTENIDO

1. Introducción.....	4
2. Ventajas al Adoptar Meta de Inflación.....	7
3. Motivaciones para Adoptar un Esquema de Meta de Inflación.....	11
3.1 Dificultad con Otras Anclas Nominales para Controlar la Inflación y Anclar las Expectativas.....	11
3.2 Condiciones Iniciales como Alta Inflación y Crisis Económica.....	12
3.3 Éxitos de otros Países con Esquema de Metas de Inflación.....	14
3.4 Otras Motivaciones.....	14
4. Condiciones para Adoptar un Esquema de Meta de Inflación.....	15
4.1 Independencia Institucional.....	15
4.1.1 Ausencia de Obligación Fiscal por Parte del Banco Central.....	15
4.1.2 Independencia Legal del Banco Central.....	16
4.1.3 Independencia del Objetivo del Banco Central.....	17
4.1.4 Independencia Operativa del Banco Central.....	18
4.1.5 Mandato Legal de Estabilidad de Precios del Banco Central.....	19
4.1.6 Rendición de Cuentas por parte del Banco Central.....	20
4.2 Capacidad Institucional e Infraestructura Técnica.....	21
4.2.1 Capacidad de Afectar la Tasa de Interés de Corto Plazo.....	21
4.2.2 Capacidad de llevar a cabo Operaciones de Mercado Abierto.....	21
4.2.3 Disponibilidad de Datos.....	22
4.2.4 Entendimiento del Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria.....	22
4.2.5 Capacidad de Modelaje y Proyecciones.....	23
4.2.6 Proceso Formal de toma de Decisiones de Política Monetaria.....	24
4.3 Salud y Desarrollo del Sistema Financiero.....	24
4.3.1 Salud y Regulación del Sistema Bancario.....	24
4.3.2 Desarrollo y Profundidad del Mercado de Dinero y Divisas.....	25
4.3.3 Descalce de Divisas de los Bancos.....	27
4.3.4 Dolarización.....	27
4.3.5 Desarrollo de Mercados de <i>Securities</i> del Gobierno.....	28
4.3.6 Integración Financiera Internacional.....	28
4.4 Estructura Económica.....	29
4.4.1 Sistema de Tipo de Cambio.....	29
4.4.2 Esquema de Política Monetaria antes de la Meta de Inflación.....	30
4.4.3 Traspaso de Tipo de Cambio.....	31
4.4.4 Política Fiscal.....	32
4.4.5 Inflación Actual.....	34
4.4.6 Funcionamiento de los Mecanismos de Transmisión.....	36
4.5 Condiciones Políticas.....	37
4.5.1 Soporte Político para Metas de Inflación dentro del Banco Central y del Gobierno.....	37
5. Desafíos en la Implementación de Metas de Inflación.....	39
6. Conclusiones.....	40
7. Referencias.....	42

1. Introducción

Hace poco más de dos décadas, Nueva Zelanda anunciaba un nuevo enfoque de hacer política monetaria: la meta de inflación (en adelante, MI). El nuevo esquema consiste en que las autoridades económicas asumen, mediante un compromiso público, el objetivo de controlar la inflación como meta primordial. Este compromiso debe también ir acompañado de una política transparente y la correspondiente rendición de cuentas por parte del Banco Central. La clave de este enfoque es, básicamente, anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, evitando sobreajustes en los precios, salarios y tasas de interés. Así, los hogares y las empresas pueden tomar decisiones de consumo, ahorro e inversión a mediano y largo plazo, sin riesgo a que el valor real de sus ingresos o activos pierda poder adquisitivo. En este contexto, la política monetaria toma una actitud más previsor (*forward - looking*), antes que reactiva (*backward - looking*), siendo esto un punto muy importante dado el rezago del mecanismo de transmisión de esta política.

La MI se ha vuelto muy atractiva tanto para países desarrollados como emergentes. En la actualidad son 27 las economías del mundo que han incorporado explícitamente este enfoque, de las cuales 12 son industrializadas y 15 son emergentes¹. Además, hay bancos centrales, especialmente de países emergentes, que están avanzando gradualmente hacia este esquema y algunas economías avanzadas que han adoptado varios de los principales elementos del régimen, como Japón, Suiza, Estados Unidos y la Unión Europea². Otros países, como España, Finlandia y Eslovaquia, tenían este régimen y lo abandonaron cuando ingresaron a la eurozona. En la Tabla 1 se presentan las economías que han adoptado MI según su fecha de implementación y se indican sus objetivos cuantitativos para el año 2011 así como también la tasa de inflación a la fecha de adopción del régimen.

¹ Las economías consideradas industrializadas en este análisis corresponden a la clasificación de "High Income" del Banco Mundial.

² Estados Unidos, por ejemplo, ha considerado otros objetivos en adición a la estabilidad de precios. El Congreso demanda a la Reserva Federal "promover efectivamente los objetivos de máximo empleo, estabilidad de precios y tasas de interés moderadas".

Tabla 1: Economías con Metas de Inflación

	Economía	Fecha de Adopción	Tasa de Inflación a la Fecha de Adopción	Tasa de Inflación Meta*
1	Nueva Zelanda	1990	3,3%	1% - 3%
2	Canadá	1991	6,9%	2% +/- 1%
3	Reino Unido	1992	4,0%	2%
4	Suecia	1993	1,8%	2%
5	Australia	1993	2,0%	2% - 3%
6	República Checa	1997	6,8%	2% +/- 1%
7	Israel	1997	8,1%	1% - 3%
8	Corea del Sur	2001	2,9%	3% +/- 1%
9	Polonia	1998	10,6%	2,5% +/- 1%
10	Brasil	1999	3,3%	4,5% +/- 2%
11	Chile	1999	3,2%	3% +/- 1%
12	Colombia	1999	9,3%	2% - 4%
13	Sudáfrica	2000	2,6%	3% - 6%
14	Tailandia	2000	0,8%	0,5% - 3%
15	México	2001	9,0%	3% +/- 1%
16	Islandia	2001	4,1%	2,5%
17	Noruega	2001	3,6%	2,5%
18	Hungría	2001	10,8%	3%
19	Perú	2002	-0,1%	2% +/- 1%
20	Filipinas	2002	4,5%	4% +/- 1%
21	Guatemala	2005	9,2%	5% +/- 1%
22	Indonesia	2005	7,4%	5% +/- 1%
23	Rumania	2005	9,3%	3% +/- 1%
24	Armenia	2006	2,9%	4% +/- 1,5%
25	Turquía	2006	7,7%	5,5% +/- 2%
26	Ghana	2007	10,5%	8,5% +/- 2%
27	Serbia	2006	10,8%	4,5% +/- 1,5%

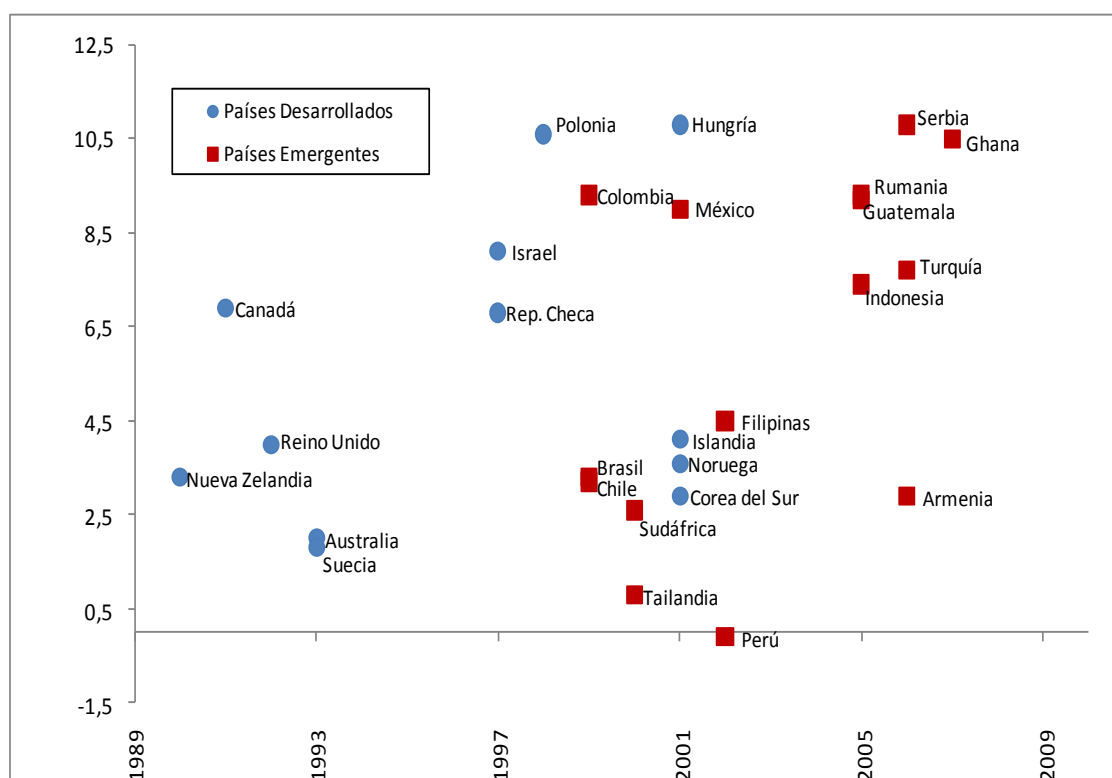
* Inflación objetivo para el año 2011

Fuente: "Veinte años de metas de inflación" Revista Finanzas y Desarrollo – FMI: Marzo 2010 y Banco Central de Inglaterra.

El Gráfico 1 muestra la relación entre las fechas de adopción de los 27 países con MI y la tasa de inflación a la misma fecha. En el mismo podemos notar que la mayoría de los países han adoptado el régimen cuando su inflación era baja lo que apoya el argumento de que la MI puede no ser el esquema óptimo para reducir la inflación, pero si ha demostrado eficacia a la hora de anclar las expectativas alrededor de un objetivo y así mantener la inflación baja y estable. Cabe además resaltar que no hay gran diferencia entre el promedio de inflación de los países industrializados y emergentes al momento de adoptar el régimen, que es de 5,4% y 6%, respectivamente. También puede notarse que fueron los países industrializados los que tomaron la iniciativa de adoptar el esquema y gradualmente se fueron incorporando los países emergentes.

La inflación baja es a menudo considerada como una condición previa para adoptar MI, ya que el compromiso de cumplir con un objetivo de inflación y las proyecciones de la meta inflacionaria se dificultan cuando la inflación es alta y volátil. Además, el riesgo de pérdida de credibilidad del Banco Central es también elevado en tales circunstancias. Esto explica por qué muchos bancos centrales esperaron a que la inflación esté bajo control antes de introducir formalmente el régimen. Las grandes excepciones son Israel y Guatemala, donde la meta inflacionaria ha sido utilizada con éxito como estrategia de desinflación. Además, existen economías que han desarrollado exitosamente el esquema, aun teniendo inflaciones mayores al 10% al momento de adoptar el régimen como Hungría, Ghana, Polonia y Serbia.

Gráfico 1: Economías con Meta de Inflación
Inflación anual (Variación porcentual del IPC)



Fuente: "Veinte años de metas de inflación" Revista Finanzas y Desarrollo – FMI: Marzo 2010 y Banco Central de Inglaterra.

Al definir el concepto de MI, antes que identificarlo como un conjunto de normas rígidas para hacer política monetaria, es apropiado caracterizarlo con una serie de elementos principales. Según Mishkin (2000), los cinco elementos esenciales del régimen de MI son:

- 1) Anuncio público de metas cuantitativas de inflación a mediano plazo;
- 2) Reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo primordial de política monetaria;
- 3) Definición de la política monetaria a través de un amplio conjunto de información incluyendo una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias;
- 4) Transparencia en la estrategia a través de la comunicación con el público y los mercados sobre los planes, objetivos y decisiones de las autoridades monetarias; y
- 5) Rendición de cuentas del Banco Central en cuanto al logro del objetivo de inflación.

Así, el régimen de MI implica mucho más que un simple anuncio público de objetivos cuantitativos de inflación para el próximo año. Esto es sobre todo importante en el contexto de países emergentes, ya que muchas veces las autoridades de estos países informan regularmente metas numéricas de inflación como parte del plan económico para el próximo año y, sin embargo, su estrategia de política monetaria no está caracterizada dentro del esquema de MI, el cual requiere, además, de los otros cuatro elementos mencionados. Muchos de estos países, incluyendo a Paraguay, se encuentran en la transición hacia un régimen de MI de manera explícita. El Banco Central del Paraguay (en adelante, BCP) anuncia a comienzo de cada año su objetivo inflacionario para el año en curso (5% +/-2,5%, para el 2011)

y además emite un comunicado de prensa con las principales decisiones tomadas en el contexto de las reuniones de política monetaria³. El 18 de mayo de 2011, el BCP ha resuelto iniciar la implementación institucional del esquema de MI para la gestión de la política monetaria en el país.

La economía paraguaya ha enfrentado una estabilidad macroeconómica exitosa en los últimos años. En consecuencia, en la búsqueda de alcanzar una estabilidad de precios consistente a largo plazo, se considera de gran importancia el hecho de que el país se encuentre en la transición hacia un régimen de metas de inflación explícitas. La evidencia indica que la MI ha funcionado bien en un amplio espectro de países y circunstancias. El objetivo de tener una tasa de inflación baja y estable, así como también el hecho de ser partícipes del éxito de la experiencia en economías precursoras de este esquema, motiva a discutir la implementación y seguimiento del régimen en Paraguay.

El enfoque de este trabajo va en esta dirección, realizando una revisión del concepto de MI, sus ventajas y desventajas, y sus pilares fundamentales: credibilidad, transparencia y rendición de cuentas. Al momento de analizar las ventajas y desventajas de la implementación se revisa la literatura económica referente al tema. Además, esta investigación analiza las motivaciones que llevan a Paraguay a adoptar el régimen de MI, a pesar de que su inflación es relativamente baja pero volátil. Luego, se examina si la economía paraguaya cumple total o parcialmente las condiciones para la implementación de MI, además de su cercanía a contextos de otros países emergentes cuando optaron por el nuevo régimen monetario. Por último, se analizan los desafíos para Paraguay en la transición a este nuevo esquema de política y se concluye la investigación.

2. Ventajas al Adoptar Meta de Inflación

La pregunta es ¿por qué adoptar MI? Según explican Kahn & Parrish (1998), este régimen provee un ancla nominal para la política monetaria sujetando las expectativas inflacionarias pero permitiendo, al mismo tiempo, responder a perturbaciones que puedan surgir en el corto plazo. Esta ancla nominal es sumamente importante porque sin ella se podría llegar a una política inconsistente en el largo plazo. En este sentido, la credibilidad de la política tiene un papel fundamental para los agentes económicos a la hora de cumplir sus compromisos de ahorro, inversión y consumo en el mediano y largo plazo.

Una de las mayores ventajas de la MI es que combina “regla” y “discreción” en la política monetaria. King (2005) señala que este régimen combina dos elementos distintos: (a) un objetivo numérico de inflación en el mediano plazo y (b) una respuesta a los shocks económicos en el corto plazo. Así, la MI constituye un marco normativo en el cual el sector privado puede anclar sus expectativas acerca de la inflación futura y, dentro de este marco, el Banco Central tiene la facultad discrecional para reaccionar ante los shocks, por ejemplo, para acomodar la inflación nuevamente a su meta.

³ En el Banco Central del Paraguay, las decisiones de política monetaria son tomadas por el “Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto” (CEOMA) que se reúne en forma mensual.

La literatura económica es amplia a la hora de analizar los beneficios del uso de MI o *inflation targeting*, por su denominación en inglés. Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) convienen que la MI ha proporcionado una ganancia de credibilidad en los bancos centrales y que la misma ha favorecido al anclaje de las expectativas de inflación, así como a su reducción. La investigación de Gonçalves y Salles (2008) profundiza más en el tema y argumenta que este efecto es aún mayor en economías emergentes, dado que la credibilidad de las instituciones monetarias en estos países es menor que en los industrializados. Al examinar la medida en que se mueve la inflación esperada en respuesta a las noticias económicas, Levin *et al* (2004) encuentran evidencia de que la persistencia de la inflación es más baja y las expectativas están mejor ancladas en los países con MI. El estudio de 2008 sobre “Perspectivas de la Economía Mundial” del FMI, analiza cual marco de política monetaria ha sido más exitoso en anclar las expectativas inflacionarias a raíz de la crisis del petróleo y de precios de alimentos en 2007 y concluye que en las economías emergentes, la MI parece haber sido más eficaz que los marcos de política monetaria alternativos.

Siguiendo la investigación de Freedman y Ötoker-Robe (2009)⁴, se puede afirmar que este nuevo enfoque ha contribuido a disminuir la inflación y, además, ha logrado que las expectativas inflacionarias sean efectivamente ancladas y con signos de ser más *forward-looking*. Además, el tipo de cambio flotante, condición necesaria para este esquema, también resulta ser un mecanismo corrector eficiente a la hora de absorber shocks. Otros efectos positivos de este esquema son la reducción del efecto *passthrough* en la economía, la mejora en la comunicación y transparencia de los bancos centrales y una clara asignación de responsabilidades institucionales para el control de la inflación. Así, el Banco Central se encarga de controlar los precios de la economía y deja que otras instituciones públicas se dediquen a realizar políticas de crecimiento mediante la estimulación de la oferta, como educación, salud e infraestructura.

Al comparar economías emergentes similares, la inflación y el producto evolucionaron mejor en aquellos países que aplicaron este enfoque. El estudio de 2005 sobre “Perspectivas de la Economía Mundial” del FMI, indica que mediante la adopción de MI se logró reducir en 4,8 puntos porcentuales la inflación media entre 1994 y 2004 y 3,6 puntos porcentuales la variabilidad de la inflación, en comparación a países que persiguen otros enfoques de política como crecimiento de la oferta monetaria o paridad cambiaria fija. La investigación de Roger (2010) afirma que la crisis financiera mundial de 2008 podría haber afectado menos a las economías que fijaron MI, en términos de crecimiento del producto interno real.

Mishkin (2000) señala que el régimen de MI presenta diversas ventajas para la política monetaria:

- 1) A diferencia del ancla cambiaria, la MI permite a la política monetaria enfocarse en consideraciones domésticas y responder a shocks internos de la economía;

⁴ Charles Freedman y Inci Ötoker-Robe (2009) en su investigación “Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting” analizan la experiencia de 8 países en la implementación de MI (Canadá, Chile, República Checa, Hungría, Israel, Polonia, Rumania y Turquía).

- 2) A diferencia de la meta de agregados monetarios, la MI no depende de una relación estable entre dinero e inflación, sino que utiliza toda la información disponible para determinar correctamente los instrumentos de política monetaria;
- 3) La MI tiene la ventaja de ser fácilmente entendida por el público y altamente transparente;
- 4) También reduce la probabilidad de caer en inconsistencia temporal, debido a que se centra en lo que el Banco Central puede hacer en el largo plazo (controlar la inflación) más que en lo que no puede hacer (elevar la producción, reducir el desempleo o aumentar la competitividad externa);
- 5) Por último, tiene el potencial de reducir presiones políticas en el Banco Central y aumentar la transparencia, ya que el mismo es altamente responsable ante el público al anunciar su objetivo de estabilidad de precios. Esto último es sobre todo importante en economías que han tenido una mala administración de política monetaria en el pasado.

Sin embargo, tal como lo detallan Mishkin (1999, 2000, 2002a, 2002b) y Mishkin y Savastano (2001), se han señalado siete principales desventajas de este régimen, ellas son:

- 1) Si el régimen es demasiado rígido genera problemas de control e inestabilidad de los instrumentos de política monetaria, lo que podría afectar la volatilidad del producto y desestabilizar el sistema financiero. Para evitar esto se sugiere incorporar mayor flexibilidad al régimen, reduciendo gradualmente el objetivo inflacionario hasta alcanzar la meta de largo plazo y estableciendo el objetivo de inflación en términos de bandas con un horizonte de tiempo no muy corto (en general, entre 12 y 24 meses). Además, el Banco Central debe fijar su atención en la inflación *subyacente* más que en la del índice de precios al consumidor.
- 2) La MI permite mucha discrecionalidad, es decir, el esquema no incluye reglas simples que indiquen cómo el Banco Central debe conducir la política monetaria. Sin embargo, cumpliendo con el prerrequisito de transparencia, se puede restringir la discreción del Banco Central aminorando el problema de la incongruencia temporal. Por otra parte, la MI obliga a las autoridades a mantener expectativas *forward-looking*, en lugar de tener una visión de las condiciones económicas del momento o del pasado.
- 3) El régimen genera inestabilidad del producto, explicada por la curva de Phillips. Sin embargo, como lo señalan Corbo, Landerretche y Schmidt-Hebbel (2002) y Corbo y Schmidt-Hebbel (2001), la volatilidad del producto es menor en aquellos países que adoptaron la MI en relación a aquéllos que no lo hicieron. Además, la volatilidad del producto es menor después de que se adoptó la MI en comparación con el período previo a su establecimiento.
- 4) La MI disminuye el crecimiento económico. Sin embargo, se ha demostrado que una vez que la inflación ha bajado, la MI no ha sido perjudicial para la economía real.
- 5) Los prolongados rezagos entre las decisiones de las autoridades monetarias y los resultados efectivos y la dificultad de controlar la inflación pueden producir una débil rendición de cuentas. La dificultad de controlar la inflación se da preferentemente en periodos hiperinflacionarios o de altos niveles de precio. Por ello, se sugiere establecer la MI al haber alcanzado una desinflación sustancial. Para evitar la débil rendición de

cuentas debido a los rezagos de la política monetaria, se recomienda reducir gradualmente el objetivo inflacionario así como también comparar la meta de la inflación con la inflación proyectada, en lugar de la actual o pasada.

- 6) El régimen de MI no asegura la disciplina fiscal; los gobiernos aún pueden perseguir políticas fiscales irresponsables y en el largo plazo un abultado déficit fiscal puede quebrar el régimen, dejando que el tipo de cambio se deprecie y que la inflación aumente. Una forma de generar una política fiscal más responsable es involucrar al Gobierno en la toma de decisiones del Banco Central acerca de la inflación objetivo, de tal forma que éste también se sienta comprometido a cumplirlo.
- 7) La flexibilidad del tipo de cambio, esencial para el buen funcionamiento del esquema de MI, puede causar inestabilidad financiera. Mishkin (2000) enfatiza que esto último es sobre todo importante para economías con un alto grado de dolarización. Así, al proponerse un objetivo inflacionario cuantitativo se podría producir una apreciación nominal que llevaría a una apreciación real poniendo en riesgo la Cuenta Corriente del país. Algunos autores argumentan que uno de los costos de adoptar MI es la mayor volatilidad en el tipo de cambio lo que puede tener efectos negativos relevantes para las economías emergentes, especialmente debido a sus vulnerabilidades.

Las tres últimas desventajas son principalmente relevantes para las economías emergentes, debido a sus altos niveles inflacionarios, políticas fiscales irresponsables, economías sumamente dolarizadas, sistema financiero infectado y el estrecho vínculo que suele haber entre crisis financiera e inflación.

Los países emergentes no pueden ignorar el papel del tipo de cambio a la hora de implementar una política monetaria bajo MI. La tendencia actual es que los bancos centrales que fijan este enfoque reaccionen ante los movimientos del tipo de cambio sólo en la medida en que éstos afecten las perspectivas de inflación y producto, en lugar de neutralizarlos de forma sistemática. Así, y coincidiendo con Mishkin (2000), la MI en economías parcialmente dolarizadas no puede ser viable a menos que exista una estricta regulación y supervisión prudencial sobre las instituciones financieras que garantice que el sistema es capaz de resistir a los shocks cambiarios. Sin embargo, según algunos enfoques modernos, en ciertas circunstancias puede justificarse contrarrestar sistemáticamente los movimientos cambiarios. Así, Morón y Winkelried (2005) y Roger, Restrepo y García (2009) establecen que cuando la deuda en moneda extranjera es elevada, las variaciones cambiarias inciden fuertemente en el balance financiero de los deudores, de modo que las intervenciones en el tipo de cambio pueden contribuir a estabilizar el producto y la inflación.

Freedman y Ötoker-Robe (2009), en su investigación *“Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting”*, citan las motivaciones, las condiciones y los desafíos que una economía enfrenta al momento de adoptar el esquema de MI. En el citado trabajo se exponen las experiencias de 8 países que han adoptado esta estrategia: Canadá, Polonia, República Checa, Hungría, Israel, Chile, Rumania y Turquía. Así, y utilizando como base la investigación de Freedman y Ötoker-Robe (2009), este trabajo presenta las motivaciones, las condiciones iniciales y los desafíos que Paraguay enfrenta al momento de adoptar el esquema de MI.

3. Motivaciones para Adoptar un Esquema de Meta de Inflación

3.1 Dificultad con Otras Anclas Nominales para Controlar la Inflación y Anclar las Expectativas

Con el inicio del periodo democrático en Paraguay, a principio de la década de los 90, el cambio de Gobierno trajo consigo la modificación del esquema de política monetaria. En el año 1995 se sancionó la Ley “Orgánica del Banco Central del Paraguay” (Ley Nº 489/95). Una de las medidas más importantes de esta reglamentación fue el otorgamiento al BCP de la misión de *“preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero”* (Art. 3). Por lo que el objetivo principal del BCP pasó a ser, desde ese momento, la estabilidad de precios y del sistema financiero. La estabilidad de precios es un objetivo clave de la política monetaria, ya que constituye un requisito necesario, aunque no suficiente, para alentar decisiones de producción e inversión sin incertidumbre y además porque un nivel de inflación elevado y volátil tiene un efecto adverso en el crecimiento económico. Con respecto a la estabilidad financiera, la Ley Orgánica obliga al BCP a emplear los medios necesarios para asegurar un sistema financiero sólido, que canalice eficientemente los recursos financieros hacia las actividades más seguras y productivas.

Una segunda medida, promovida por la citada reglamentación, fue la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible. La misma establece que *“el tipo de cambio será el que libremente acuerden las partes intervinientes, conforme a la oferta y la demanda”* (Art. 47). Más adelante se señala que *“las operaciones de compra-venta de moneda extranjera por el BCP tendrán por objetivo atenuar los efectos de las fluctuaciones estacionales de la oferta y la demanda así como de contrarrestar los movimientos erráticos de capital y las maniobras especulativas que pudieran perturbar el mercado o el nivel del tipo de cambio”* (Art. 50). Por lo que, si bien se adoptó un régimen de tipo de cambio libre y fluctuante, el BCP puede intervenir en el mercado cambiario para frenar acciones especulativas. En la práctica existe un régimen de flotación sucia y el BCP administra el tipo de cambio nominal cuando el precio fijado se aleja de los fundamentos normales del mercado. La misma reglamentación establece que las reservas internacionales están destinadas a *“mantener la normalidad en las transacciones en el mercado libre de cambio, a superar dificultades transitorias en la balanza de pagos y a preservar el valor externo de la moneda”* (Art. 61), lo que confirma que el tipo de cambio nominal puede ser administrado, y de hecho lo es, cuando existen situaciones que perturban el mercado.

Para cumplir con los objetivos asignados en su carta orgánica, el BCP instrumenta la política monetaria en dos frentes: por un lado, controlando la tasa de interés, en una perspectiva de corto plazo; y por otro, controlando la oferta o la disponibilidad monetaria, con visión de mediano plazo. Como la mayoría de los bancos centrales modernos, el BCP centra su atención en el indicador de la evolución del nivel general de precios⁵. Desde la adopción de esta nueva reglamentación, el principal instrumento utilizado por el BCP ha sido el control de los agregados monetarios, en especial del más líquido denominado M0 (billetes y monedas en circulación), cuya trayectoria de crecimiento se establece anualmente en el programa

⁵ La inflación es medida en Paraguay por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

monetario aprobado por el Directorio del BCP y se evalúa mensualmente en el Departamento de Estudios Monetarios y Financieros de la Gerencia de Estudios Económicos.

Otros instrumentos utilizados por el BCP son la intervención directa en el mercado cambiario cuando el tipo de cambio de mercado es amenazado y, en última instancia, los encajes legales al sector financiero. Como toda economía pequeña y abierta, la economía paraguaya está expuesta a shocks externos como el comportamiento de la actividad económica mundial, las cotizaciones de las materias primas en el mercado mundial y los shocks internos como un excesivo gasto público y/o privado y la irregularidad de la oferta de productos agrícolas.

Desde el año 2005, el BCP ha empezado a delinear las estrategias para adoptar el régimen de MI como esquema de política y finalmente, a través de la Resolución N° 22, Acta N° 21, de fecha 18 de mayo de 2011, el Directorio del BCP ha resuelto iniciar la implementación de dicho esquema. Durante los años de progreso, el sistema de ancla monetaria sirvió como meta intermedia hacia la adopción de MI. Sin embargo, esto representa una dificultad para la adopción de MI por el BCP debido a que la política monetaria actual depende altamente del agregado monetario más líquido, lo que requiere una relación de estabilidad entre dinero e inflación. La estabilidad de la demanda de dinero se vio muy afectada por los múltiples choques que han afectado a la inflación, lo que ha jugado un rol negativo y se ha traducido en una mayor volatilidad de la misma.

Además, en la práctica la presión por estabilizar el tipo de cambio impide que la institución cumpla a cabalidad su objetivo establecido en la Ley Orgánica. El BCP debe proveer un ancla nominal para la economía y evitar que la política monetaria tenga objetivos múltiples y que sus acciones planteen dudas sobre su prioridad: la estabilidad de precios. La concentración en la inflación como el único objetivo de política requerirá intervenciones menos frecuentes en el mercado de divisas, dejando solamente a los casos extremos. Esto ayudaría al BCP a adoptar un marco operativo que le permita llevar a cabo una política monetaria más efectiva y construir un nuevo marco de funcionamiento, lo que facilitaría la transmisión de la política monetaria y su adecuada orientación.

3.2 Condiciones Iniciales como Alta inflación y Crisis Económica

Los múltiples shocks que han afectado a la economía paraguaya han jugado un rol negativo en cuanto a la volatilidad de la inflación⁶, hecho que afecta sensiblemente al costo de financiamiento de las inversiones y por sobre todo resta previsibilidad y credibilidad a la política monetaria. Así, la falta de estabilidad en la demanda de dinero (requisito fundamental para la optimización de la política monetaria con control de agregados) ha jugado un papel fundamental en la alta volatilidad inflacionaria. Aún así, la política monetaria paraguaya de la década del 2000 puede ser calificada como apropiada sobre todo si la comparamos con las dos décadas anteriores (1980 y 1990), pues no se evidencia en el país historias de hiperinflación, tal como se ilustra en la Tabla 2.

⁶ Como lo comentaron Rojas y Charotti (2008), en el 2008 Paraguay registraba una tasa de volatilidad más alta que los países latinoamericanos con MI como Perú, Chile y Brasil.

Tabla 2: Estadísticos Básicos de la Inflación Paraguaya

Década	1980	1990	2000
Media	23,0%	12,2%	8,0%
Mediana	23,6%	11,2%	8,0%
Desvío Estándar	11,3%	5,3%	3,9%
Máximo	44,1%	20,4%	14,6%
Mínimo	8,1%	5,4%	1,9%

Fuente: Elaboración de las autoras con datos del BCP.

A pesar de la reducción de las tasas promedio, persiste la necesidad de reducir también la volatilidad de la inflación, cuyo logro es muy importante para dotar de mayor previsibilidad y credibilidad a la política monetaria. Como se ha señalado previamente, el enfoque de MI ha sido exitoso en reducir tanto la tasa como la volatilidad de la inflación en los países que lo han implementado.

Como se observa en la Tabla 3, los países latinoamericanos que han adoptado MI y Paraguay han logrado disminuir tanto la inflación como la volatilidad a lo largo de los últimos veinte años. En el caso de Brasil, la inflación disminuyó de 674,37% promedio en la década del 90 a 6,59% en la década del 2000, la volatilidad pasó del 857,98% al 2,62%, en promedio. Otra variación significativa se ve en el caso de Perú donde la inflación promedio y su volatilidad disminuyeron de 793,88% y 2409,25% respectivamente en los 90, a 2,39% y 1,96% en la última década analizada. Por su lado, Chile ha logrado disminuir de 10,87% a 3,31% la inflación promedio y de 7,45% a 2,56% la volatilidad de la misma. Considerando la década del 2000 en la que fue implementada la MI, todos los países latinoamericanos que la han implementado lograron tasas de inflación y volatilidad inferiores a las alcanzadas por Paraguay.

Tabla 3: Inflación en Latinoamérica con MI y Paraguay 1990 -2010

Inflación anual (Variación del IPC)

Países	1990-1999		2000-2010	
	Inflación (%)*	Volatilidad (%)	Inflación (%)*	Volatilidad (%)
Brasil (1999)	674,37	857,98	6,59	2,62
Chile (1999)	10,87	7,45	3,31	2,56
Colombia (1999)	21,42	6,27	5,75	2,04
Guatemala (2005)	14,62	16,10	7,00	2,88
México (2001)	20,20	13,48	4,90	1,66
Perú (2002)	793,88	2409,25	2,39	1,96
Paraguay	15,73	11,22	8,06	3,74

* Promedio de la inflación como cambio porcentual IPC al final del periodo

Entre paréntesis se indica el año de adopción de la MI

Fuente: Elaboración de las autoras con datos del BCP y WEO - Fondo Monetario Internacional (FMI).

Con el objeto de analizar si la crisis económica es un determinante para implementar el esquema de MI, identificaremos a una crisis económica como una parada repentina de capitales, tal como lo hicieron Jeanne y Ranciere (2006). Estos autores definieron una parada de capitales como una caída igual o mayor al 5% en la Cuenta Financiera/PIB de un periodo a otro y encontraron que la economía paraguaya registró 4 paradas entre los años 1975 y 2003,

a ser: 1988, 1989, 1995 y 2002⁷. Teniendo en consideración la estabilidad macroeconómica del país en los últimos años, la crisis económica parece no ser una condición que motive a las autoridades monetarias a implementar el esquema de MI⁸. Asimismo, el alto nivel de inflación tampoco parece ser un determinante importante a la hora de definir las condiciones iniciales que Paraguay posee para implementar MI. Por lo tanto, se puede decir que el principal motivo que lleva al Banco Central a adoptar este esquema es más bien la volatilidad inflacionaria.

3.3 Éxitos de otros Países con Esquema de Metas de Inflación

Sin duda, el éxito de los países, tanto emergentes como industrializados, que han implementado MI ha ayudado a que Paraguay se decida por adoptar este esquema. Influyó muy especialmente el éxito de este régimen en los países latinoamericanos como Chile, Perú, Brasil y Colombia. Además, la necesidad de mejorar la efectividad de la actual política monetaria llevada a cabo mediante agregados monetarios, es sin lugar a dudas un determinante que motiva al BCP a migrar hacia este esquema de MI.

3.4 Otras Motivaciones

Existen otros factores que contribuyeron a que los países adoptaran el esquema de MI, por ejemplo para Israel este esquema servía como una importante precondition al momento que introdujeron una política cambiaria caracterizada por ajustes sucesivos (régimen de *crawling peg*). En Polonia, al momento de adoptar el esquema había una fuerte entrada de capitales y se necesitaba promover la credibilidad por medio de la desinflación. La misma situación se presentaba en Rumania, donde además, el esquema ayudaba a alcanzar los criterios requeridos para ingresar a la Unión Europea. En el caso de Paraguay, la actual coyuntura latinoamericana de alto crecimiento y elevada inflación debido a la fuerte entrada de capitales en la región, genera posibilidades de sobrecalentamiento de la economía. En este sentido, la implementación del esquema de MI incentiva la estabilidad de precios y la credibilidad de los bancos centrales.

La Tabla 4 resume los hechos que motivaron a Paraguay a adoptar el esquema de MI.

⁷ Jeanne y Ranciere (2006) computan la probabilidad de crisis teniendo en cuenta la media de una muestra de 34 países de ingreso medio en la que se incluye a Paraguay.

⁸ En República Checa y Turquía, la insostenible situación macroeconómica en 1997 y 2001, respectivamente, motivó a que se implemente el esquema de MI para anclar las expectativas inflacionarias y estabilizar las condiciones macroeconómicas.

Tabla 4: Motivaciones para Adoptar Metas de Inflación en Paraguay

Motivaciones para Adoptar Metas de Inflación	
1. Dificultad con Otras Anclas Nominales para Controlar la Inflación y Anclar las Expectativas	
1.1 Tipo de Cambio	Sí
1.2 Agregados Monetarios	Sí
2. Condiciones Iniciales como Alta Inflación y Crisis Económica	
2.1 Alta Inflación	No
2.2 Volatilidad de la Inflación	Sí
2.3 Crisis Económica	No
3. Éxitos de otros Países con Esquema de Metas de Inflación	
3.1 Éxito en Países Latinoamericanos	Sí
4. Otras Motivaciones	
4.1 Fuerte Entrada de Capitales	Sí

Fuente: Elaboración de las autoras.

4. Condiciones para Adoptar un Esquema de Meta de Inflación

La experiencia de los países que han adoptado MI establece que se deben cumplir ciertas precondiciones para implementar el esquema en forma exitosa. Sin embargo, cabe resaltar que entre los 8 países considerados en la investigación de Freedman y Ötker-Robe (2009), sólo Canadá cumplía con la gran mayoría de las condiciones al momento de adoptar el régimen. En los demás países, un número importante de las mismas estaban ausentes al principio y fueron luego estableciéndose gradualmente cuando el régimen ya estaba implementado. A continuación se realiza un análisis sobre las condiciones iniciales que debe cumplir Paraguay para adoptar un esquema de MI.

4.1 Independencia Institucional

4.1.1 Ausencia del Obligación Fiscal por parte del Banco Central

Una de las precondiciones que debe verificar un país a la hora de adoptar el esquema de MI es la ausencia de dominancia fiscal, es decir que el Gobierno tenga un acceso limitado o nulo al financiamiento del Banco Central. Una forma en que la política monetaria y fiscal se conectan es mediante la financiación de la deuda pública cuando los bancos centrales financian el déficit gubernamental valiéndose de la emisión monetaria y el aumento en la cantidad de dinero. La alta inflación de gran parte de los países latinoamericanos en décadas pasadas fue justamente atribuida a que los bancos centrales eran utilizados como “caja chica” de los ministerios de hacienda, ya que proveían de financiamiento a los gobiernos de turno. Los 8 países considerados en el trabajo de Freedman y Ötker-Robe (2009) poseían ausencia de obligación fiscal al momento de adoptar la MI, inclusive, en Polonia, esta prohibición de financiar el gasto público por parte del Banco Central está establecida en su Constitución Nacional.

En el caso de Paraguay, la Constitución Nacional en su Art. 286 establece como una de las prohibiciones al BCP *“acordar créditos, directa o indirectamente, para financiar el gasto público al margen del presupuesto, excepto: a) los adelantos de corto plazo de los recursos tributarios presupuestados para el año respectivo, y b) en caso de emergencia nacional, con resolución fundada del Poder Ejecutivo y acuerdo de la Cámara de Senadores”*. Asimismo, la Ley *“Orgánica del Banco Central del Paraguay”* (Ley Nº 489/95) establece en su Art. 58, que *“el BCP podrá conceder al Gobierno adelantos de corto plazo de los recursos tributarios presupuestados por el año respectivo para financiar el gasto público presupuestado y que el monto total de dichos adelantos no podrán exceder del 10% de los ingresos tributarios del mismo ejercicio”*. Además, el mismo artículo establece que *“en caso de emergencia nacional podrá excederse dicho límite mediante resolución fundada del Poder Ejecutivo y previo acuerdo de la Cámara de Senadores”*. Por último se establece que *“dichos adelantos se implementarán contra entrega de títulos públicos negociables y devengarán intereses a una tasa al menos igual al promedio ponderado de captación de los bancos privados nacionales”*.

En función al principio de la legalidad del derecho público, esta norma limita al BCP en su función de financiador del Gobierno. Pero no es la única norma del sistema jurídico paraguayo que reglamenta la cuestión, ya que el Art. 24 de la Ley de Administración Financiera del Estado (Ley Nº1535/99) faculta al Ministerio de Hacienda a solicitar financiamiento al BCP para cubrir su déficit hasta el *“...1% del Presupuesto de la Administración Central para ese ejercicio...”* lo que en función al principio señalado, limita el monto que el Gobierno Central puede pedir al BCP.

Es decir, existen dos vías legales que reglamentan el Art. 286 de la Constitución Nacional que prohíbe al BCP acordar créditos para financiar el gasto público al margen del presupuesto. Una que limita al BCP el monto a otorgar (Art. 58 Ley 489/95) y otra que limita al Ministerio de Hacienda el monto a pedir (Art. 24 Ley 1535/99). Por lo expuesto, podemos concluir que el acceso a los recursos del BCP por parte del Gobierno se encuentra limitado al 10% de los ingresos tributarios presupuestados para el mismo ejercicio y al 1% del presupuesto de la Administración Central para el mismo ejercicio. Por lo que no existe la posibilidad de que el Gobierno se financie irrestrictamente con el presupuesto monetario pues el financiamiento está limitado por las dos vías legales señaladas.

4.1.2 Independencia Legal del Banco Central

Esta precondition se refiere al grado de autonomía que es otorgado por ley a la banca central como organismo técnico conductor de la política monetaria. La teoría, así como la evidencia empírica, han señalado que los bancos centrales con mayor independencia tienen la capacidad de lograr niveles más bajos de inflación, principalmente porque no se ven forzados a adoptar medidas imprudentes motivadas por la presión política. En este sentido, Costa Rica, por ejemplo, establece en su ley orgánica que el Banco Central es una institución autónoma de derecho público pero más adelante, en la misma ley, menciona que el Presidente del Banco Central será designado por el Consejo de Gobierno coincidiendo su ejercicio con el periodo constitucional del Presidente de la República. Por otro lado, los países considerados en el trabajo de Freedman y Ötker-Robe (2009) también poseen independencia legal, con excepción de Canadá donde el Gobierno tiene posibilidad de dar ciertas directrices.

En Paraguay, el Art. 1 de la Ley Orgánica del BCP establece que *“el BCP es una persona jurídica de derecho público, con carácter de organismo técnico y con autarquía administrativa y patrimonial y autonomía normativa en los límites de la Constitución Nacional y las leyes”*. La misma Ley determina la conformación del Directorio del BCP de la siguiente manera: cuatro Directores Titulares y un Presidente; todos designados por el Poder Ejecutivo y aprobados por el Congreso de la Nación. Los directores serán nombrados a razón de uno cada año por un período de 5 años y podrán ser reelectos. El Presidente es nombrado por el período constitucional y coincidente con el mismo (Arts. 9 y 10).

La coordinación entre la política fiscal y monetaria es fundamental para el adecuado desenvolvimiento de la economía debido a que la acción de la política fiscal repercute en la variable objetivo de la política monetaria y las acciones de la política monetaria tienen consecuencias sobre los instrumentos de política fiscal. El Gobierno debe estar involucrado en la toma de decisiones del Banco Central acerca de la meta inflacionaria, de forma que tanto las autoridades fiscales como monetarias se sientan comprometidas a cumplir con la MI. Así, una de las formas de armonizar la relación entre el Gobierno y el Banco Central, sin menoscabar la autonomía de este último para diseñar y poner en práctica las políticas monetarias, es mediante un representante del Ministerio de Hacienda en el Directorio del Banco Central, como es el caso de los bancos centrales de Chile, Costa Rica y Argentina. En estos países, el representante del Ministro de Hacienda tiene voz pero no voto en las reuniones de política monetaria por lo que no se afecta la independencia operativa del Banco Central.

Todo esto demuestra que el BCP en términos legales es una institución independiente, pero posee cierta injerencia política establecida, ya que los 5 miembros del Directorio son designados por el Poder Ejecutivo y aprobados por el Congreso Nacional. Además, el ejercicio del Presidente coincide con el período constitucional del Presidente de la República. Piñón (2010), al analizar la autonomía de las normas legales de los bancos centrales en América Latina, establece que el índice de autonomía del BCP era de 0,3 antes de las reformas legales y de 0,73 luego de las reformas⁹. Los bancos centrales de México, Chile y Perú poseían una autonomía de 0,4; 0,25 y 0,5, respectivamente y de 0,9 luego de las reformas legales¹⁰.

4.1.3 Independencia del Objetivo del Banco Central

Esta condición se refiere a la manera en que se determina el objetivo de política monetaria; si es determinado solamente por el Banco Central, por el Gobierno o si lo hacen en conjunto. En Israel, el Gobierno es quien establece el objetivo de política monetaria. En Canadá y Turquía el objetivo se fija en forma conjunta entre el Banco Central y el Gobierno. Por otro lado, en Chile, Polonia, República Checa y Hungría el objetivo es fijado exclusivamente por el Banco Central.

En este último grupo se encuentra también Paraguay, ya que el objetivo de política monetaria lo fija el Banco Central sin intervención del Gobierno. La Constitución Nacional en su Art. 285 establece que *“el BCP es el organismo técnico que conforme con los objetivos de política económica del gobierno, participa con los demás organismos técnicos del Estado, en la*

9 Como reforma legal considera la adopción de la Ley N° 489/1995 *“Carta Orgánica del Banco Central del Paraguay”*.

10 Estimaciones del personal del Fondo Monetario Internacional basadas en Cukierman (1992) y Carstens (2005).

formulación de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, siendo responsable de su ejecución y desarrollo, y preservando la estabilidad monetaria”.

Por lo arriba expuesto, si bien la Ley 489/95 en su Artículo 1 señala que el Banco Central goza de autarquía administrativa y patrimonial y autonomía normativa; éste participa con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria. Esto demuestra que el objetivo de política del BCP es determinado en conjunto con otros organismos del Gobierno Nacional.

4.1.4 Independencia Operativa del Banco Central

La independencia operativa se refiere al hecho de que el Banco Central pueda decidir cómo va a perseguir sus objetivos y establecer libremente sus instrumentos de política monetaria. Además, implica que las demás instituciones del Gobierno no tengan poder de decisión en las reuniones de política monetaria (o que el Directorio no esté conformado mayoritariamente por funcionarios del Gobierno) y que las disposiciones logradas sean difícilmente revocadas por otras instancias políticas. Esto permitirá que el Banco Central adopte una visión de largo plazo con lo cual evita las presiones que conducen a que la política monetaria caiga en incongruencia temporal.

Los 8 países considerados en el trabajo de Freedman y Ötker-Robe (2009), poseen independencia operativa del Banco Central. Sin embargo, países como Canadá y Brasil poseen solamente independencia de facto y no de jure con respecto a otros organismos del Estado. Así como se mencionó anteriormente, en Chile y Costa Rica, a pesar de existir una independencia operativa, el Ministro de Hacienda tiene voz pero no voto en las reuniones de política monetaria.

Al considerar al BCP, se puede afirmar que éste posee independencia operativa, ya que decide libremente sobre sus instrumentos de política monetaria. Esta independencia está propiciada por el Art. 1 de la misma Ley Orgánica del Banco Central ya citado previamente. Además, el Gobierno no participa en el directorio del BCP. Por otro lado, la implementación de la Ley de Capitalización Financiera (Ley 3974/10) aumentaría la independencia operativa del BCP y su credibilidad, ya que se resolvería futuras contradicciones entre la política monetaria y fiscal.

La Ley de Capitalización Financiera, aprobada en abril del 2010, autoriza al Ministerio de Hacienda a emitir bonos del tesoro por el equivalente al 6,25% del producto interno bruto (PIB) del año anterior a la promulgación de esta ley (año 2009), por aproximadamente US\$ 1.000 millones. Así, esta ley reconoce que el fisco tiene una deuda pendiente con el BCP debido a inyecciones realizadas para saldar cuentas de entidades quebradas en el pasado colocando todo en sólo un ordenamiento legal. Estos bonos deben ser aplicados únicamente al fortalecimiento del BCP, ya que se utilizarían para pagar los intereses de los instrumentos de regulación monetaria ya emitidos. Aunque la Ley 3974/10 ya se encuentra aprobada, aún queda pendiente la materialización de los bonos del tesoro y la cancelación de las deudas que tiene el Estado con la banca matriz.

La recapitalización financiera es una señal de mejora de la coordinación entre el Gobierno y el BCP. Por otra parte, existe una percepción de los agentes económicos de que el BCP goza de

cierta independencia para llevar a cabo la política monetaria. Esta percepción se basa en que el BCP no tiene presiones evidentes por parte del Gobierno y que además, ha sido capaz de resistir las presiones de los exportadores para influir en sus decisiones de política. Esto es particularmente importante en la transición a un régimen de MI en el que la política monetaria debería ser más activa para reaccionar ante las presiones inflacionarias y desenvolverse en un entorno de tipo de cambio más flexible.

4.1.5 Mandato Legal de Estabilidad de Precios del Banco Central

El Banco Central debe mantener como objetivo principal la estabilidad de precios y un fuerte compromiso institucional de cumplir con dicho objetivo. Si no demuestra su interés principal en la inflación, el costo de obtener credibilidad, una vez que se establezca la MI, será muy alto. Este prerrequisito no implica necesariamente que el objetivo deba estar estipulado en la ley del Banco Central; lo importante es que la institución efectivamente se comprometa y tenga apoyo político y del público en general. Tampoco significa que la estabilidad de precios deba ser el único objetivo, el Banco Central puede perseguir objetivos adicionales tales como estabilidad cambiaria o financiera y crecimiento; no obstante, deben quedar subordinados a la estabilidad de precios, ya que pueden llegar a ser incompatibles con el logro de este último y pueden amenazar por tanto la MI establecida.

Actualmente los bancos centrales a nivel mundial reconocen que el principal objetivo de política monetaria debe basarse en la estabilidad de precios. Sin embargo, en la práctica algunos bancos centrales persiguen objetivos adicionales como el logro de un alto nivel de empleo, crecimiento económico sostenible, estabilidad de la tasa de interés, tipo de cambio y la solidez del sistema financiero local.

Analizando los ordenamientos legales de varios países que implementaron MI, se destaca que solamente Rumania y Turquía tienen a la estabilidad de precios como el único objetivo de la banca central. Países como Canadá, Hungría, Israel y Polonia persiguen otros objetivos, además de la estabilidad de precios y éste último posee además bandas cambiarias como sistema de tipo de cambio. República Checa no tiene a la estabilidad de precios como un objetivo formal y explícito, sino que la logra a través de la estabilidad cambiaria. Brasil y Chile, al igual que Paraguay, poseen como objetivo adicional a la estabilidad de precios, la solidez y eficacia del sistema financiero.

En el caso de Paraguay, el objetivo de estabilidad de precios está definido no solamente en la carta orgánica del BCP, sino también en la Constitución Nacional. La Ley Orgánica otorga al BCP la misión de *“preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero”* (Art. 3). Además, en la Constitución Nacional se establece que *“la banca central es la responsable de la ejecución de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria debiendo preservar la estabilidad monetaria”* (Art. 285). Para esto, el BCP ha venido implementando un programa monetario anual donde se establecen metas intermedias para las variables monetarias sobre las cuales puede influir directamente, siempre con el objetivo final de lograr la estabilidad de precios. En la actualidad, el BCP está encaminado a abandonar este esquema de política de agregados monetarios, dirigiéndose hacia el nuevo enfoque de MI.

4.1.6 Rendición de Cuentas por parte del Banco Central

La rendición de cuentas implica una frecuente comunicación con el público en general, con los participantes en los mercados financieros y con los políticos sobre el desempeño pasado y futuro de la inflación y de la política monetaria, mediante los discursos y la publicación de los reportes de inflación. Así, los bancos centrales dan cuenta de la observancia de su mandato mediante la comunicación al público sobre su desempeño y el cumplimiento de sus objetivos.

Muchos países que han implementado el esquema de MI no tenían, en un comienzo, un mecanismo formal de rendición de cuentas, como es el caso de Canadá. República Checa presenta al Congreso un reporte de inflación en forma anual como mecanismo de rendición. En Turquía, el Banco Central tiene el deber de informar al público las operaciones realizadas y cuando la inflación supera los límites establecidos. Israel y Rumania, por otra parte, no poseían ninguna obligación al iniciarse en este esquema monetario.

Para el caso de Paraguay, la Constitución Nacional, en su Art. 287, establece que *“la Banca Central del Estado rendirá cuentas al Poder Ejecutivo y al Congreso Nacional sobre la ejecución de las políticas a su cargo”*. Asimismo, entre las atribuciones y deberes del Directorio del BCP, la Ley Orgánica establece que el mismo debe *“rendir cuentas anualmente al Poder Ejecutivo y al Congreso Nacional, sobre la ejecución de las políticas a su cargo, y elaborar los informes que éstos le requieran y los que por propia iniciativa considere oportuno formular en los casos y circunstancias previstos en la presente ley”* (Art. 19 inc. t).

Si bien el Directorio del BCP debe rendir cuentas al Poder Ejecutivo y Legislativo sobre las políticas a su cargo, aún no existe un mecanismo formal para comunicar al público en general sobre las operaciones realizadas, explicando los motivos cuando la inflación supera los límites establecidos o dando explicaciones sobre la política monetaria llevada a cabo. Sin embargo, a partir de febrero de 2010, se ha comenzado a implementar una estrategia de comunicación efectiva, respaldada por un marco explícito a largo plazo, a través de las declaraciones de política monetaria de las reuniones del “Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto” (en adelante, CEOMA) que son aceptadas y valoradas por los agentes económicos. Además, la Gerencia de Estudios Económicos (GEE) del BCP a través del Departamento de Cuentas Nacionales y Mercado Interno presenta mensualmente un Informe de Inflación que describe la trayectoria de la misma tanto a nivel local como regional en el último mes y describe los principales aspectos que justifican esta trayectoria. Asimismo, se entrega un resumen de prensa del informe de inflación para que, a través de los medios de comunicación, el público en general pueda tener acceso a los resultados observados de esta variable.

A fin de mejorar su política de comunicación y transparencia, el BCP se encuentra trabajando en la elaboración de un Informe de Política Monetaria que pretende publicarse en forma semestral. El mismo incluirá la descripción de la coyuntura económica actual y proyecciones de la variable objetivo, lo que permitirá incrementar la transparencia y mejorar el proceso de rendición de cuentas a la sociedad por parte de la banca matriz.

4.2 Capacidad Institucional e Infraestructura Técnica

4.2.1 Capacidad de Afectar la Tasa de Interés de Corto Plazo

Al momento de adoptar el esquema de MI, la mayoría de los países analizados por Freedman y Ötoker-Robe (2009) tenían un alto control sobre su tasa de interés de corto plazo. Polonia, sin embargo, aunque tenía un alto control sobre la tasa de interés del mercado interbancario, tenía dificultades en el control de la tasa del mercado en general debido a la debilidad de los mecanismos de transmisión.

El BCP instrumenta la política monetaria controlando la tasa de interés o costo del dinero en una perspectiva de corto plazo. El método más frecuente por el cual el BCP afecta la liquidez del mercado consiste en las Operaciones de Mercado Abierto (en adelante, OMA) implementadas mediante la venta de Letras de Regulación Monetaria (en adelante, LRM). Estos títulos constituyen una promesa de pago, a su vencimiento, de una determinada suma de dinero por parte del BCP a sus tenedores. Las LRM son títulos de corto plazo y su rendimiento está exento por ley de todo impuesto fiscal o municipal. Los plazos de vencimiento son 14, 35, 63, 91, 182, 245, 365 y 547 días. La curva de tasas de los títulos para plazos cortos (vencimiento de 14 y 35 días) se fija por el BCP en las reuniones del CEOMA. Los instrumentos con plazos mayores (a partir de 63 días) se colocan a través de licitaciones. En cuanto al corte de los títulos, los mismos no se encuentran estandarizados, pudiendo el valor nominal del título ser fijado de acuerdo a las necesidades de la autoridad monetaria.

La tasa de interés que el BCP utiliza actualmente para conducir la política monetaria es la de más corto plazo (14 días) para las LRM. Si bien las tasas de interés de más largo plazo se determinan en base a las de más corto plazo, por lo que podríamos afirmar que el BCP posee un corredor de tasa de interés, la actividad en el mercado interbancario es aún incipiente. Mediante una tasa de interés de más corto plazo (tasa overnight) se alcanzaría una mayor influencia sobre la política de tasa de interés de los bancos comerciales y se lograría una política monetaria más eficiente. Por lo que es necesario fomentar el desarrollo de un mercado determinado por la curva de rendimientos. Los altos niveles de liquidez que actualmente poseen los bancos podrían también considerarse como una causa de la negociación interbancaria poco profunda.

Con el objeto de generar un corredor de tasa de interés y agilizar y efectivizar la política monetaria, el BCP ha aprobado la creación de la Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Instrumento de Regulación Monetaria (FLIR). Con el objeto de lograr una política monetaria más eficiente y lograr una mayor afectación a la tasa de corto plazo, es preciso pronosticar la liquidez diaria y establecer un corredor de tasas anunciando el mecanismo de objetivos de tasa de interés. Además, es necesario dar énfasis a la fijación de tasas sólo para aquellos instrumentos de plazos más cortos, mientras que para instrumentos con mayor periodo de madurez las tasas deberán ser determinadas estrictamente por el mercado.

4.2.2 Capacidad de Llevar a cabo Operaciones de Mercado Abierto

La capacidad de un Banco Central de llevar a cabo OMA depende de la efectividad de los instrumentos de política monetaria para conseguir sus objetivos, principalmente en lo que se

refiere a la tasa de inflación objetivo. El BCP no realiza sus OMA a través de la compra y venta de títulos valores del Tesoro Nacional, sino a través de las LRM. Éstas se venden a descuento, es decir, son bonos cupón cero. Una emisión de LRM al sistema bancario implica una reducción de la liquidez del mercado y una contracción de la oferta monetaria. Anteriormente, el BCP no realizaba la operación contraria, es decir, no efectuaba expansiones de la liquidez por medio de compras en el mercado de las LRM. Sin embargo, luego de la crisis financiera del 2008, se dispuso la posibilidad de cancelar anticipadamente las LRM, para una inyección de liquidez en el mercado como una línea de última instancia para las entidades financieras.

Otro instrumento por el cual el BCP afecta la liquidez del mercado consiste en las reservas requeridas de los bancos comerciales o el encaje legal. El encaje legal en Paraguay varía dependiendo del plazo de captación de los depósitos y de la moneda de denominación. En marzo de 2011, el BCP ha decidido retirar la medida de estímulo de liquidez implementada durante la crisis del 2008. En este sentido, la tasa del encaje legal para los depósitos en moneda nacional y extranjera, fue fijada en 18% y 25%, respectivamente¹¹.

Otra medida implementada por el BCP con el fin de mejorar la efectividad de la política monetaria, fue la creación de la Unidad de Sistema de Pagos, cuyo objetivo es dotar al sistema financiero de un mecanismo de transferencia electrónica de fondos en tiempo real, así como la desmaterialización de los instrumentos por medio de una Depositaria Central de Valores Electrónicos. Así, con relación a las OMA, el BCP ha demostrado capacidad para realizarlas, a modo de controlar los excesos de oferta y demanda de divisas.

4.2.3 Disponibilidad de Datos

El BCP dispone de datos con frecuencia anual y trimestral como Producto e Índice de Precios al Consumidor llevados a cabo por el Departamento de Cuentas Nacionales y Mercado Interno a cargo de la Gerencia de Estudios Económicos del BCP. El Departamento de Síntesis Macroeconómica e Investigación, dependiente de la misma Gerencia, es el encargado de realizar las proyecciones. Adicionalmente, se está trabajando con la Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos (en adelante, DGEEC) para el Censo Económico Nacional¹² con lo que se lograría obtener información económica adicional y mejorar la capacidad de modelación y proyección. Para mejorar la modelación es también necesario recabar datos históricos de empleo y de capacidad instalada. En la actualidad se tienen aproximadamente sólo 6 datos trimestrales de empleo recabados por la DGEEC.

4.2.4 Entendimiento del Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria

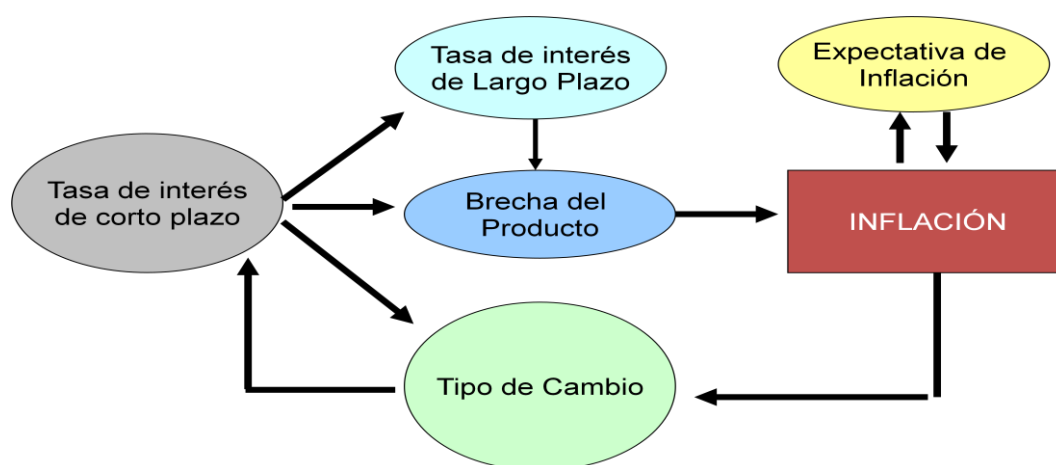
Conocer el mecanismo de transmisión de la política monetaria permite afinar la respuesta oportuna y adecuada del banco central ante shocks internos. La mayoría de los países analizados por Freedman y Ötoker-Robe (2009) poseían una capacidad limitada de entendimiento del mecanismo de transmisión al momento de adoptar el esquema, con excepción de Canadá donde la capacidad era medianamente elevada.

¹¹ Estas tasas de encaje legal tienen validez para aquellos depósitos con plazos iguales o menores a 365 días.

¹² El Censo Económico Nacional recoge datos económicos de las empresas y establecimientos industriales, comerciales y de servicios, a fin de proporcionar información sobre las principales características estructurales y de actividad de los diversos sectores que constituyen la actividad económica del país.

El Gráfico 2 indica cómo la política monetaria ejerce influencia sobre los precios en el corto plazo mediante el mecanismo de transmisión en Paraguay. El efecto de la política monetaria sobre la variable inflación, no es directo ni inmediato, sino que actúa primero sobre otras variables intermedias para afectar con rezago a la variable objetivo. Este hecho tiene importancia para la toma de decisiones porque hace necesario conocer con antelación los impactos y la naturaleza de los shocks a los que se expone la variable objetivo y determinar la magnitud necesaria de los cambios en tasa de interés que el banco central tiene que sacrificar para lograr su objetivo. Estas informaciones están contenidas dentro de la estructura dinámica de los modelos semi-estructurales llevados a cabo en el BCP con lo que se puede lograr una mejor sintonía de la política monetaria.

Gráfico 2: Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en Paraguay



Fuente: Banco Central del Paraguay.

El BCP se encuentra desarrollando modelos analíticos que capturan las variables que juegan un rol activo en el proceso de transmisión de la política monetaria, con lo que se contará con mejores elementos para las decisiones en la materia.

4.2.5 Capacidad de Modelaje y Proyecciones

Los bancos centrales que han adoptado el esquema de MI se han enfocado en mejorar el entendimiento de variables macroeconómicas relevantes para la política y sus interrelaciones funcionales a través del uso de modelos econométricos que pronostican y describen el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

El BCP ha mejorado su capacidad de pronóstico y de realizar modelos analíticos con la creación de una unidad específica encargada de las proyecciones. El Departamento de Síntesis Macroeconómica e Investigación, dependiente de la Gerencia de Estudios Económicos, fue creado en diciembre de 2008. Este Departamento cuenta con un modelo macroeconómico semi-estructural (en continuo perfeccionamiento) que permite analizar diferentes escenarios de política económica. Así, se consideran una serie de informaciones y variables para la toma de decisiones de la política monetaria. Además se utilizan otros modelos no estructurales (modelos VAR, ARIMA) para realizar proyecciones de corto plazo.

Las variables están incluidas en el citado modelo como brechas con respecto a su valor de equilibrio y están desarrolladas sobre la base de cuatro ecuaciones de comportamiento principales que describen al sector real, mediante la curva IS; al sector monetario estimando la ecuación de precios o curva de Phillips; al sector externo mediante la estimación del tipo de cambio, bajo el supuesto de paridad descubierta de tasa de interés y, finalmente, la regla de política que guía la acción del banco central con respecto a su política de tasas de interés.

El Departamento se encuentra trabajando en el desarrollo de un ciclo de proyección completa que considere un continuo monitoreo de datos, proyecciones a corto plazo (por ejemplo, los modelos VAR, SVAR y ARIMA), proyecciones a mediano y largo plazo (como modelo básico, por ejemplo, los modelos semi-estructurales), y la presentación de informes con los resultados pertinentes. Las nuevas proyecciones también considerarían el escenario de referencia y diferentes escenarios posibles, además de recomendaciones de política para el Directorio del BCP. Al mismo tiempo, se está analizando la posibilidad de realizar las proyecciones de largo plazo en forma trimestral y las de corto plazo presentarse en forma mensual.

4.2.6 Proceso Formal de Toma de Decisiones de Política Monetaria

En Paraguay, las decisiones de política monetaria se toman actualmente en las reuniones del CEOMA. Las mismas están calendarizadas en reuniones mensuales dispuestas por el Directorio. Para estas reuniones, las distintas áreas técnicas preparan una presentación estandarizada que refleja la coyuntura nacional e internacional, las expectativas, los principales pronósticos y las recomendaciones finales que sirven de base para la toma de decisiones. De esta manera, una vez que el Directorio recibe los antecedentes, los considera y decide las medidas más adecuadas que luego son cumplidas por las distintas áreas operativas. Así, el informe del CEOMA constituye el principal insumo de decisión para el Directorio.

Estas reuniones mensuales no se centran exclusivamente en cuestiones de política monetaria, sino que en ellas también se discuten otros temas tales como reservas internacionales, comercio internacional, entre otros. Además, tal como lo hacen otros países con MI, las mismas deben realizarse luego de la presentación de la inflación mensual y estar programadas, en lo posible, para el mismo día de la semana. Por lo tanto, aunque se han regularizado los informes de análisis y reuniones periódicas del CEOMA, los temas tratados en las mismas deberían ser formalizados, así como también se debería mejorar el mecanismo de comunicación de las decisiones tomadas.

4.3 Salud y Desarrollo del Sistema Financiero

4.3.1 Salud y Regulación del Sistema Bancario

Contar con un sistema financiero sano es una condición imprescindible sobre todo para los mercados emergentes y en transición, debido a que una crisis financiera puede conllevar una mayor inflación, producto de una salida de capitales que puede generar una fuerte depreciación, impidiendo que la MI sea el ancla del sistema. Esta condición es también necesaria en aquellas economías altamente dolarizadas, ya que son más propensas a tener inestabilidad financiera.

La crisis financiera del 2008 apenas ha afectado a los países latinoamericanos, ya que la mayoría ha tenido un crecimiento por lo menos moderado y ya ha empezado a recuperarse. Paraguay no ha sido la excepción, ya que durante los últimos años no ha sufrido crisis financieras ni ha tenido que hacer frente a crisis de balanza de pagos, cambiarias o fiscales, ni a procesos inflacionarios de gran magnitud. La economía paraguaya se encuentra sólida, con cuentas macroeconómicas equilibradas, un sistema financiero estable y en proceso de profundización. Luego de sucesivas crisis financieras a partir del año 1995, la última fue en el año 2002 con la caída del Banco Alemán del Grupo Velox, como consecuencia de la crisis financiera de Argentina en el 2001.

En los últimos años, el BCP ha reforzado las medidas normativas en el área financiera de manera a salvaguardar los intereses de los agentes económicos y corregir los desequilibrios bancarios. En los últimos 8 años se observa un progresivo mejoramiento del desempeño del sistema financiero, no sólo en lo que se refiere a la implementación de medidas legales, sino también en todos los indicadores financieros, incluyendo el grado de profundización financiera. De un ratio de morosidad promedio de 19,5% observado en el año 2002, se ha logrado disminuir a una tasa promedio de 1,6% en el 2010. Igualmente, de una previsión de cobertura de la cartera morosa del 31,9% en el 2002 se ha incrementado a más del 100% de los créditos vencidos en el año 2010.

Los niveles de eficiencia financiera también mejoraron sustancialmente, de un 8,4% de Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés) observado en el 2002, se llegó a una tasa del 21,7% en el 2010. Asimismo, en el año 2002, el sistema financiero presentaba una exposición del 60% a riesgos cambiarios y en el año 2010 esa exposición no superó el 4%.

En lo referente a la supervisión del sistema financiero, Paraguay cuenta con la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, dependiente del BCP, que es el órgano encargado de la regulación prudencial aplicable para efectos de regulación y de velar por la estabilidad y solvencia del sistema bancario. Las Cooperativas de Ahorro y Préstamos, que están fuera del control del BCP, son supervisadas y regularizadas por el Consejo Directivo del Instituto Nacional de Cooperativismo (INCOOP). Por otro lado, la Comisión Nacional de Valores (CNV) vigila y supervisa al mercado de valores.

4.3.2 Desarrollo y Profundidad del Mercado de Dinero y Divisas

Con respecto a las características del mercado financiero en Paraguay, cabe mencionar el predominio del mercado monetario-bancario de corto plazo, frente a un incipiente desarrollo del mercado de capitales, con énfasis en instrumentos de renta fija. El sistema financiero paraguayo se caracteriza por poseer buena intermediación y una diversificación aun centrada en la banca tradicional. La cantidad de bancos, que fue reducida a la mitad en las sucesivas crisis financieras verificadas en el periodo 1995-2002, aumentó en los últimos tres años como producto de fusiones y transformaciones de empresas financieras a bancos. Así, en el 2011 la cantidad de bancos asciende a 16 y de entidades financieras a 12. Un aspecto importante, sin embargo, es el predominio de un número limitado de entidades bancarias que todavía determinan la tendencia del comportamiento del mercado financiero.

El sistema financiero paraguayo se limita básicamente a la banca comercial. La banca de inversiones es escasa o nula, considerando que las normativas permiten operaciones muy limitadas en la cartera de inversión (solamente hasta el 20% del patrimonio). Por otro lado, los bancos que realizan operaciones fiduciarias están obligados a constituir un patrimonio autónomo para estas operaciones, y por ende, el banco no es responsable de cubrir pérdidas provenientes de estas operaciones. En otras palabras, tienen compromiso de gestión pero no de resultados. Además, los bancos sólo pueden realizar operaciones de securitización sobre préstamos totalmente provisionados.

El mercado de capitales está esencialmente enfocado en bonos de empresas privadas a corto plazo y la casi inexistencia del mercado de acciones, en una proporción de bonos y acciones de 80/20. En el 2011, existen 67 sociedades registradas para emitir en bolsa y 7 casas de bolsa habilitadas para realizar operaciones de intermediación. Los inversores tienden a negociar más en guaraníes que en dólares. Con respecto a los plazos de inversión en dólares americanos van desde 1 a 5 años para los bonos en general y desde 5 a 10 años para los bonos subordinados (emitidos por entidades del sistema financiero) y para bonos en guaraníes, los plazos van desde 1 a 5 años.

El fuerte dinamismo del mercado bancario en los últimos años ha generado la posibilidad de incrementar la bancarización en el país. Es así que, se ha logrado duplicar el número de clientes bancarios con respecto al año 2007, alcanzando un total de 614,6 mil clientes, que representa casi el 10% de la población total del país. Asimismo, el volumen de créditos del sistema se ha incrementado en proporción al PIB, pasando de un 24,9% registrado en el año 2002, a una proporción del 38,4% a diciembre del año 2010. Sin embargo, sigue siendo un punto a considerar la alta concentración del crédito en actividades relacionadas al agro y a la ganadería.

Es importante destacar que el BCP sigue avanzando en el fortalecimiento del sistema financiero mediante la adecuación de las normas e indicadores domésticos a los estándares internacionales. De esta manera, en los últimos años se han adoptado medidas macroprudenciales, como por ejemplo, el aumento del capital mínimo requerido, la reducción de la mora de 60 días a 30 días, y el aumento de las provisiones genéricas del 0,5% al 2% de la cartera total de créditos. Por otro lado, y de tal manera a incentivar la profundización financiera, el BCP está intermediando el mercado de dinero, con la intención de administrar la liquidez del sistema financiero local, creando un sistema de gestión de liquidez que permitirá que el BCP pueda avanzar hacia la implementación del esquema de MI.

Para el BCP, como entidad reguladora y supervisora, queda el desafío de seguir fortaleciendo el marco legal regulatorio y prudencial, buscando mecanismos e instrumentos que ayuden a madurar el mercado financiero. Por ende, la prioridad, dentro del marco de estabilidad macroeconómica y financiera, es la búsqueda de incentivos para la implementación de instrumentos de “largo plazo” y “a futuro”, que ayuden a dinamizar la función principal de las instituciones financieras y facilitar el financiamiento a los agentes productivos de la economía.

4.3.3 Descalce de Divisas de los Bancos

El descalce monetario ha tenido un papel importante en las crisis financieras latinoamericanas, ya que muchas veces las empresas con ingresos en moneda local terminan con un descalce monetario peligrosamente grande. Una devaluación hace crecer de un día para otro el valor de la deuda medida en moneda local, lo cual puede traducirse en un grave problema financiero. En todos los casos, las empresas con grandes descalces monetarios reducen sustancialmente sus niveles de inversión después de una devaluación.

El mantenimiento de la estabilidad macroeconómica es la mejor forma de seguir reduciendo la dolarización financiera. Con el fin de disminuir el descalce monetario, el BCP establece un límite estricto sobre las posiciones abiertas netas en moneda extranjera de los entidades financieras y aplica un encaje legal más elevado a los depósitos en moneda extranjera que a los de moneda nacional. Conforme a la Resolución N° 12/72 del año 2009, las entidades bancarias pueden cerrar con hasta 5 millones de dólares americanos en su cuenta disponible. Además poseen otro límite, que es la posición agregada neta, donde para la sobrecompra tienen un límite del 30% sobre el patrimonio efectivo y del 50% para la sobreventa (Resolución N° 9/89 del año 2008). La tasa de encaje para depósitos en moneda extranjera es de 25% y en moneda nacional es de 18% para operaciones con plazos iguales o menores a 365 días (Resolución 8, Acta N° 15, 10 de Marzo de 2011).

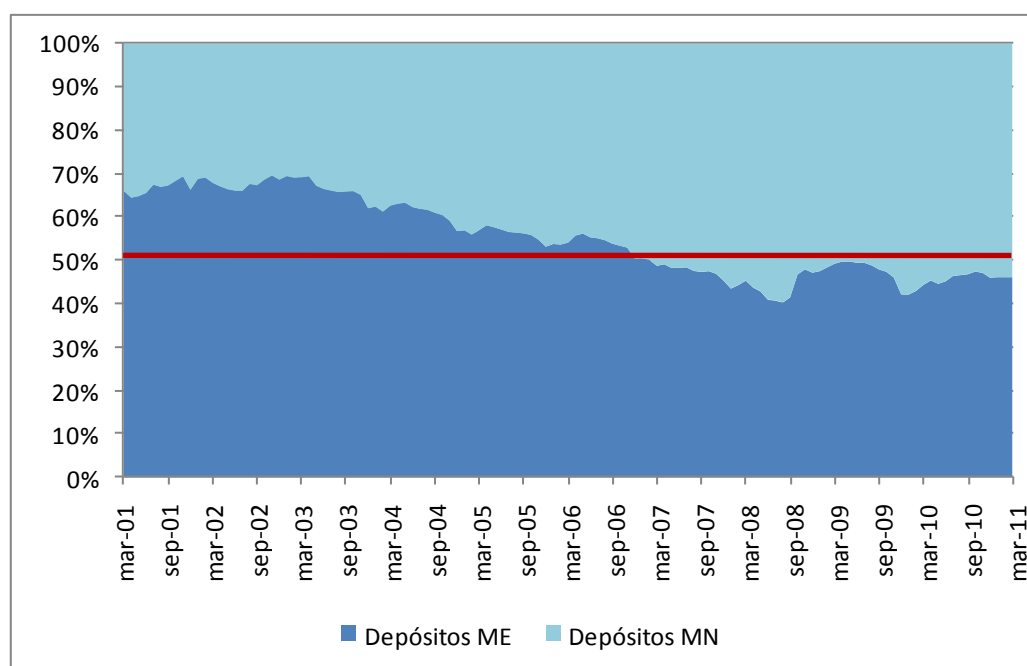
La Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, al monitorear los bancos observan un indicador de riesgo de crédito: Créditos en dólares a no generadores/Cartera total. La idea detrás de este ratio es que existe un mayor riesgo cuando se presta en dólares a personas cuya actividad productiva, de donde proviene la fuente de repago de la deuda, genera recursos en guaraníes. Si el dólar se aprecia le costará más pagar la cuota, por lo tanto existe riesgo de morosidad.

4.3.4 Dolarización

Las economías altamente dolarizadas son más propensas a tener inestabilidad financiera dado que los balances contables de las familias y empresas muestran deudas en dólares y debido a que la MI requiere de flexibilidad cambiaria, una fuerte depreciación puede producir un gran deterioro en los balances y aumentar el riesgo de crisis financiera. Así, la política monetaria se ve afectada por el alto grado de dolarización del sistema financiero.

Con respecto a la economía paraguaya, el grado de dolarización ha disminuido con el tiempo, lo que contribuyó a una política monetaria más eficaz, como puede observarse en el Gráfico 3. Sin embargo, la dolarización de activos y pasivos financieros es aún elevada con un nivel de 46%. Esta situación se ve también acentuada por la actual coyuntura de entrada de flujos de capitales.

Gráfico 3: Dolarización de Depósitos en los Bancos (Marzo 2011)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

4.3.5 Desarrollo del Mercado de Securities del Gobierno

El incipiente desarrollo del mercado secundario de títulos públicos es un obstáculo para que el BCP pueda abandonar el control de agregados y tomar a la tasa de interés como meta intermedia. Los mercados monetarios aun se encuentran poco desarrollados en Paraguay, con escasa negociación de valores públicos en el mercado secundario, lo que limita la capacidad para dirigir la política monetaria mediante operaciones de recompra y de reporto pasivo. Es necesario recapitalizar al BCP con valores negociables para facilitar el uso de operaciones repo y gestionar de esta manera la liquidez a corto plazo.

La recapitalización del BCP con títulos valores que puedan ser negociados en el mercado secundario (a través de la implementación de la Ley de Capitalización Financiera) contribuirá a desarrollar el mercado de dinero paraguayo. El uso de títulos públicos negociables para recapitalizar a la banca matriz no sólo mejorará la transparencia, sino que también permitirá que el BCP utilice estos títulos en operaciones repo. Estas operaciones son esenciales en los mercados monetarios desarrollados y son utilizadas por los bancos centrales para administrar la liquidez a corto plazo. Sin embargo, para la adecuada utilización de este instrumento, se debe clarificar su condición jurídica según el Código Civil Paraguayo, ya que hay dudas sobre si la prohibición de venta con pacto de recompra también se aplica a las transacciones financieras.

4.3.6 Integración Financiera Internacional

Las actividades financieras en Paraguay presentan una alta correlación con factores exógenos relacionados a los cambios en los precios internacionales de los *commodities* y a factores climáticos, elementos que hacen necesario buscar mecanismos financieros y macro

prudenciales que mitiguen los efectos mencionados, y mantengan un sistema financiero saludable. Dado que Paraguay es altamente dependiente de la agricultura y del comercio internacional, probablemente seguirá estando expuesto a las variaciones de los precios internacionales de las materias primas, de la demanda de los principales socios comerciales y de los ciclos climáticos.

La Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos seguirá registrando pequeños déficits, los que, junto con unas entradas de capitales sostenidas, contribuirán a un aumento constante de las Reservas Internacionales Netas (RIN). Así, la vulnerabilidad de la economía a los shocks externos seguirá presente por medio de la mayor apertura comercial y de la Cuenta de Capital de la Balanza de Pagos, la mayor dependencia de la inversión extranjera directa, y la todavía alta dolarización de pasivos y activos financieros; por lo que Paraguay seguirá siendo bastante vulnerable a shocks, dada la gran apertura comercial y de la cuenta de capitales.

En Paraguay, no existen restricciones con respecto a la movilidad de capitales. Sin embargo, en la “Ley N° 861/96 General de Bancos, Financieras y otras Entidades de Crédito” (Art. 61) se establecen controles sobre las operaciones de crédito con el exterior: *“Los créditos otorgados por un banco a otro banco o financiera del exterior y los depósitos constituidos en ella, sumados a los avales, fianzas y otras garantías que se hayan recibido de tal institución, no podrán exceder del 20% del patrimonio efectivo del banco. Este límite podrá elevarse al 50% si se trata de bancos de primera categoría y hasta el 70%, si el exceso, en cada uno de los casos precedentes, está representado por la emisión de cartas de crédito”*. Cabe señalar que esta última restricción tiene más un objetivo de manejo de riesgo del sistema antes que restringir los flujos de capitales.

4.4 Estructura Económica

4.4.1 Sistema de Tipo de Cambio

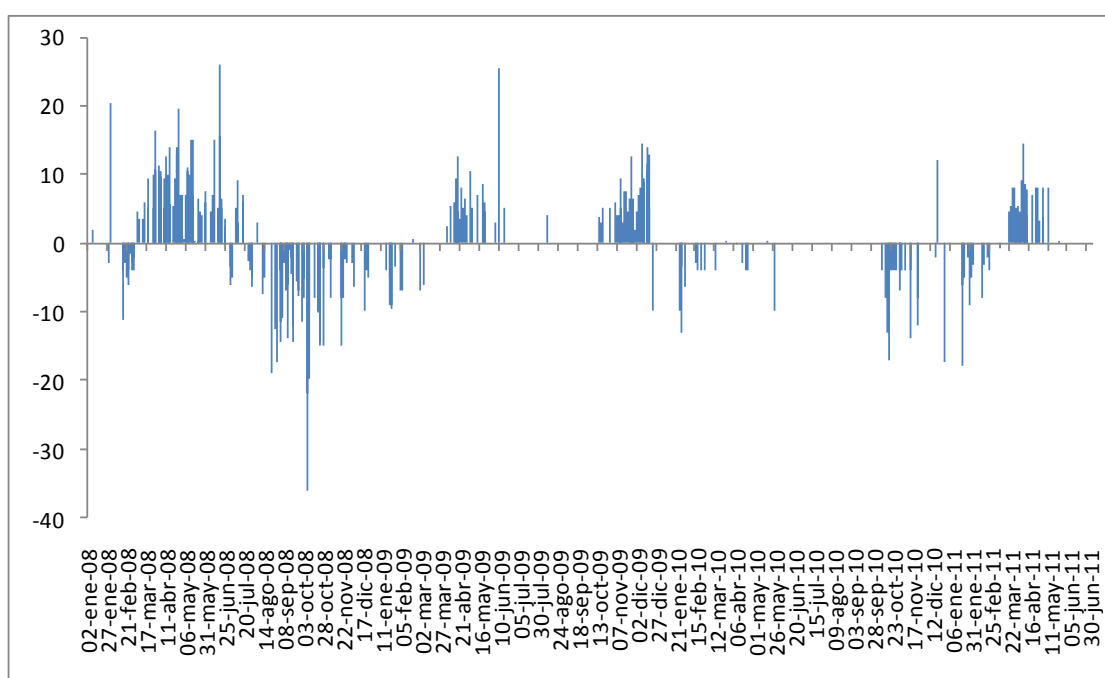
Al analizar la implementación de un esquema de MI es de crucial importancia la condición actual de la estructura económica de un país, ya que la misma permitirá determinar cuáles son las condiciones alcanzadas para la implementación de dicho esquema y su grado de cumplimiento. En este sentido, tiene un rol importante el sistema de tipo de cambio, el cual para un esquema de MI exitoso debería ser de plena flotación o al menos transitar por esquemas intermedios como bandas de flotación y luego permitir la flotación de la moneda. Esto debe ser así porque la política monetaria no puede ser independiente con un sistema de tipo de cambio fijo o de ancla cambiaria, idea que se enfatiza aún más con el conocido dilema de la trinidad imposible.

En Paraguay, si bien la Ley Orgánica del BCP establece que el tipo de cambio será flexible, ajustándose a cambios en la oferta y la demanda, también enfatiza que la banca matriz podrá realizar operaciones de compra-venta de moneda extranjera para *“atenuar los efectos de las fluctuaciones estacionales de la oferta y la demanda así como de contrarrestar los movimientos erráticos de capital y las maniobras especulativas que pudieran perturbar el mercado o el nivel del tipo de cambio”* (Art. 50). Esto reafirma lo que ya fue mencionado previamente, que el tipo de cambio en el Paraguay se caracteriza por un sistema de flotación

administrada, donde el banco central interviene para corregir los agudos desequilibrios en el precio externo del Guaraní.

Al ser el Paraguay una economía parcialmente dolarizada, es ésta la divisa que más impacto tiene sobre el mercado haciendo necesaria la intervención del BCP cuando el tipo de cambio del guaraní respecto al dólar se aleja de sus fundamentos normales. Estas intervenciones se materializan a través de las compras y ventas de divisas afectando el nivel de reservas internacionales. En el Gráfico 4, se pueden observar las continuas intervenciones diarias en el mercado de divisas, las cuales se acentuaron en el 2008 y a comienzos de este año dado la coyuntura regional de apreciación del tipo de cambio. Estas operaciones se realizan para mitigar las volatilidades y presiones especulativas del mercado y generar confianza en los agentes económicos acerca de la evolución futura del valor de la moneda doméstica. Para dar mayor previsibilidad y transparencia al tipo de cambio, el BCP dispuso la vigencia de las operaciones de divisas a término (forward de tipo de cambio), lo que permite a los agentes económicos recurrir a los bancos para cubrirse del riesgo cambiario.

Gráfico 4: Compras Netas Diarias de Divisas
(En millones de US\$)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

4.4.2 Esquema de Política Monetaria antes de la Meta de Inflación

Los países que hoy día han adoptado el esquema de MI, anteriormente se regían por otros sistemas para establecer un ancla nominal y dirigir su política monetaria, como un sistema de tipo de cambio controlado o un esquema de agregados monetarios. Algunos países hasta se han caracterizado por tener un ancla nominal dual en la transición al esquema de MI, anclando tanto su tipo de cambio como su meta de inflación, abandonando la dualidad sólo gradualmente en el tiempo. Este es el caso de Israel y Hungría donde sus bandas cambiarias fueron abandonadas 5 y 7 años después de haber adoptado la MI, respectivamente.

En el caso de Paraguay, la política monetaria ha sido tradicionalmente dirigida bajo un esquema de agregados monetarios, basándose en el monitoreo y control de los mismos, especialmente del M0, cuya trayectoria de crecimiento se prevé en el programa monetario anual, aprobado por el Directorio del BCP. La elaboración de un plan monetario anual se fundamenta en la misma Ley Orgánica del BCP que establece en su artículo 4 (inc. a) que “*el BCP diseñará un programa monetario anual, contemplando el objetivo constitucional de preservar la estabilidad monetaria y que estará basado en los lineamientos generales de la política económica del Gobierno Nacional las previsiones del Presupuesto General de la Nación para el año correspondiente*” Así, anualmente se presenta el programa monetario al Directorio del BCP y mensualmente se elabora un informe que monitorea el estado de cumplimiento del mismo, analizando y comparando la trayectoria efectiva contra lo programado. De esta manera, este informe mensual presentado al Directorio sirve de insumo e información para la toma de decisiones.

Sin embargo, al ser la economía paraguaya abierta y dependiente del comercio internacional de materias primas, está expuesta a factores externos, como los precios de los *commodities*, que han producido choques que afectan a la inflación y generan inestabilidad en la demanda de dinero. Esto ha jugado un rol negativo para que los resultados de una política de control de agregados fueran óptimos, llevando a una inflación volátil la cual, tal como se mencionó anteriormente, parece ser la mayor motivación para que el Paraguay adopte el esquema de MI.

Hoy día, en transición al esquema de MI, la política monetaria en Paraguay se ejecuta controlando tanto el costo del dinero, a través de la fijación de la tasa para las LRM de más corto plazo (14 días) en las reuniones mensuales del CEOMA como la oferta monetaria, con visión de mediano plazo mediante el plan monetario anual. Esta actual estrategia busca influir en el desempeño de un conjunto de variables intermedias, como el tipo de cambio, para finalmente influir sobre la inflación, que sirve de marco para lograr el crecimiento con estabilidad de la economía a largo plazo.

4.4.3 Traspaso de Tipo de Cambio

Es importante conocer con cierta precisión el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación interna (*pass-through*), especialmente si se busca establecer un régimen de MI, ya que la falta de esta información podría llevar a pronósticos poco reales y, por tanto, a establecer una meta no significativa. Esto, a su vez, podría crear problemas para el efectivo cumplimiento de las metas de inflación y así disminuir la credibilidad del Banco Central. Además, conocer este efecto *pass-through* cobra aún mayor importancia en una economía parcialmente dolarizada y con una alta volatilidad inflacionaria, como es la economía paraguaya.

En este contexto, el BCP ha realizado un estudio que estima el coeficiente de traspaso de la depreciación nominal del tipo de cambio a la inflación para la economía paraguaya¹³. El *pass-through* estimado en el trabajo varía en el intervalo del 0,9% y 33,8% dependiendo de la

13 Rojas, Rodríguez y Patiño (2006) en su trabajo “Estimación del Efecto Pass-through para la Economía Paraguaya” estudian el mecanismo de transmisión para la economía paraguaya utilizando la técnica del rolling model para el periodo enero 1994 y marzo 2005.

coyuntura económica vigente en el periodo y de la definición de inflación utilizada en la medición. Esto indica un comportamiento volátil del *pass-through* que merece mucha atención de parte de los hacedores de políticas de tal forma a no sobreestimar o subestimar el impacto de esta variable en el precio.

El citado documento encuentra evidencia empírica de que en periodos de alta volatilidad cambiaría el coeficiente *pass-through* aumenta considerablemente pero sin llegar a niveles muy altos. Además constata que la depreciación se traslada al precio casi en forma simultánea, específicamente en un rezago. Finalmente, concluye que el efecto potencial de la depreciación podría haber sido amortiguado por la contracción de la demanda interna, ya que los shocks cambiarios adversos se han dado en periodos de bajo crecimiento económico.

Un análisis estadístico elaborado por el Fondo Monetario Internacional (2010) muestra que la repercusión de los ajustes del tipo de cambio en los precios internos en Paraguay es mucho más notoria que en Bolivia, Chile, Perú y Uruguay, tal como lo demuestra la Tabla 5. Así, los instrumentos de mercado abierto utilizados por el BCP y las intervenciones en el mercado cambiario desempeñan un papel importante en la transmisión de la política monetaria paraguaya.

Tabla 5: Traslado a Precios de los Ajustes del Tipo de Cambio

	Bolivia	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
2 meses	2,0	1,3	5,0	1,9	3,5
6 meses	14,2	5,2	13,8	13,8	9,1
12 meses	18,6	10,9	21,9	18,4	17,2

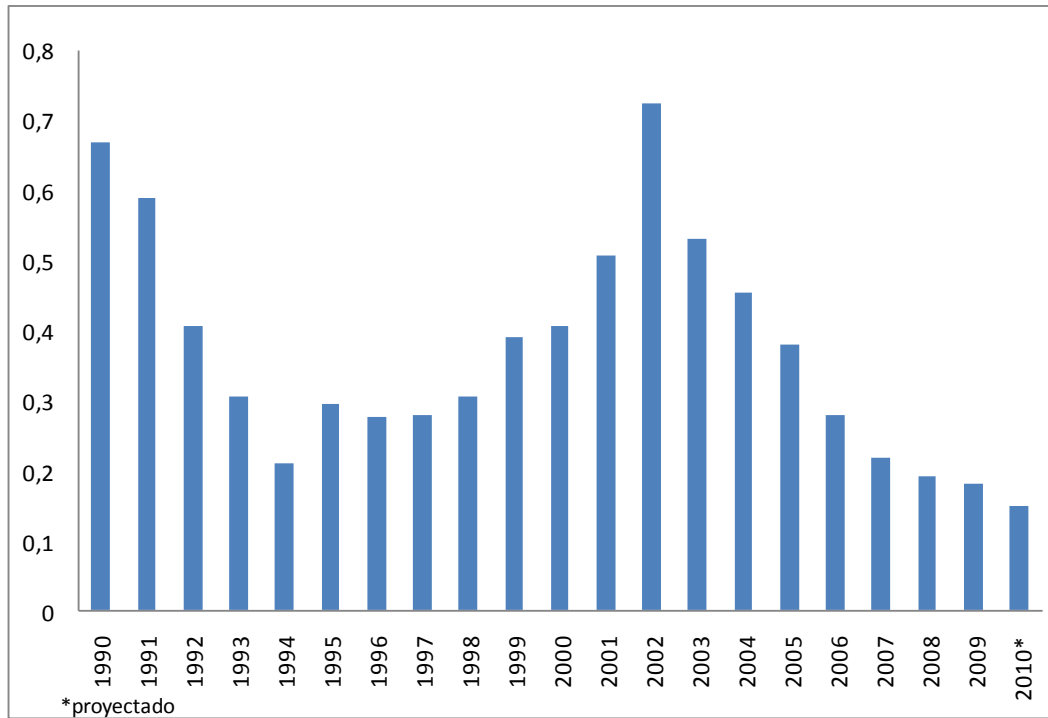
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

4.4.4 Política Fiscal

Otro aspecto importante al analizar la estructura económica de un país a la hora de implementar el esquema de MI es su situación fiscal. Entre los países analizados por Freedman y Ötoker-Robe (2009), sólo Rumania y Hungría tenían niveles bajos de déficit y deuda pública al momento del adoptar la MI. Sin embargo, más importante que tener niveles altos o bajos de deuda y déficit, es tener una situación fiscal sólida, sana y sostenible que no tenga como opción el financiamiento inflacionario, ya que esto llevaría a subordinar la política monetaria a la fiscal y por tanto restaría credibilidad a las operaciones del banco central y a su compromiso por mantener la estabilidad de precios.

En el caso de Paraguay, la deuda pública bruta como porcentaje del PIB ha disminuido progresivamente desde el 2002, su nivel más alto en los últimos 10 años, llegando a su nivel más bajo en el 2010 (ver Gráfico 5). La disminución de este ratio a través del tiempo refleja no sólo la menor necesidad de financiamiento del déficit financiero del sector público global, sino también los cambios en la composición de activos y pasivos financieros del sector público.

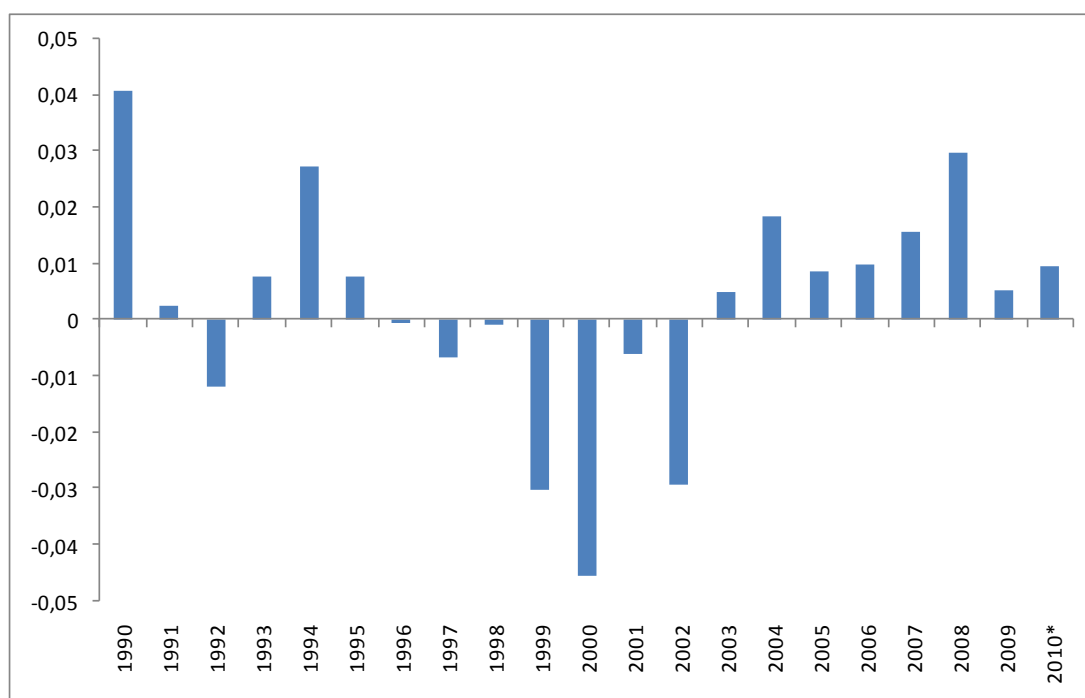
Gráfico 5: Deuda Pública de Paraguay
(Como proporción del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO.

El grado de sostenibilidad de las cuentas fiscales en Paraguay se encuentra también sustentado por el actual superávit fiscal que se viene presentando desde el 2003 en forma consecutiva (ver Gráfico 6). No obstante, esta tendencia parece estabilizarse llegando a su nivel más elevado en el 2008 para luego revertirse ligeramente en el período 2009 - 2010 debido al aumento en el déficit financiero del sector público. Además, estos niveles de deuda están muy por debajo de los umbrales de deuda externa de bajo riesgo que se han determinado en la literatura económica.

Gráfico 6: Superávit Fiscal del Sector Público No Financiero de Paraguay
(Como proporción del PIB)



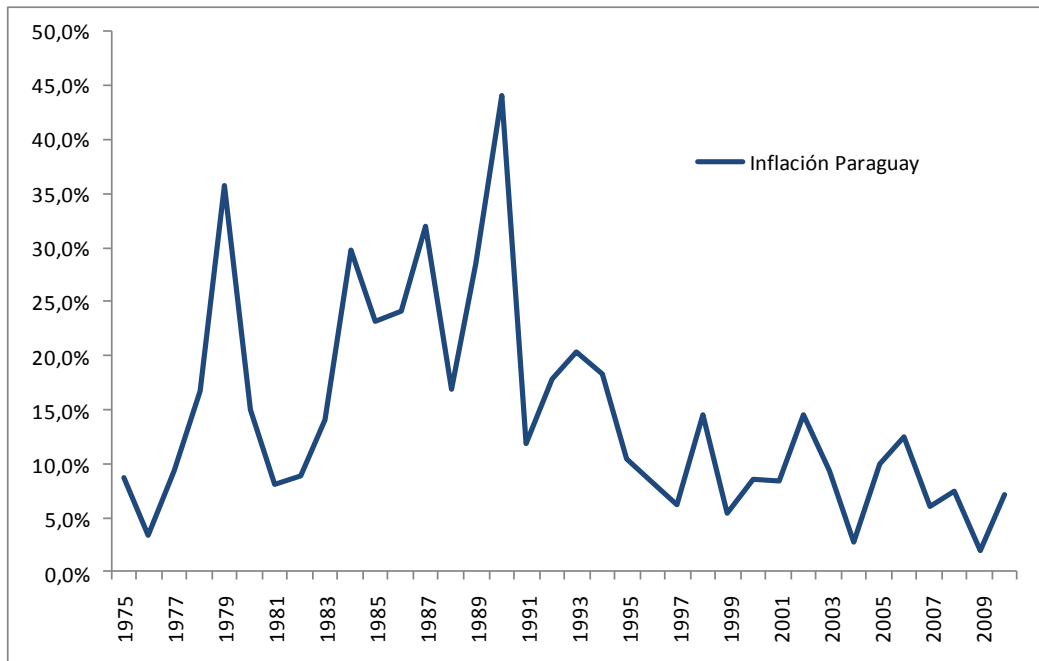
Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO.

4.4.5 Inflación Actual

Toma especial importancia el nivel de inflación en una economía al momento de adoptar el esquema de MI. En este sentido, Masson, Savastano y Sharma (1997) sostienen que el esquema de metas de inflación se vuelve más efectivo si es implementado después de una exitosa desinflación, ya que si se intenta reducir la inflación desde niveles muy elevados, los pronósticos podrían estar errados y las metas podrían no alcanzarse, imposibilitando anclar las expectativas inflacionarias y reduciendo la credibilidad del Banco Central.

En principio, el enfoque de agregados monetarios, utilizado por el BCP, ha dado buenos resultados en términos del historial inflacionario porque ha logrado reducir la tasa de inflación relativamente alta registrada principalmente en la década de los 80 y principio de los 90, a tasas más coherentes con la política de estabilización de precios (ver Gráfico 7). Sin embargo, se puede observar que la inflación en el Paraguay se ha caracterizado por su alta volatilidad. La inflación en el Paraguay, en promedio, en los últimos 35 años ha oscilado en torno al 14,5% (1975 a 2010).

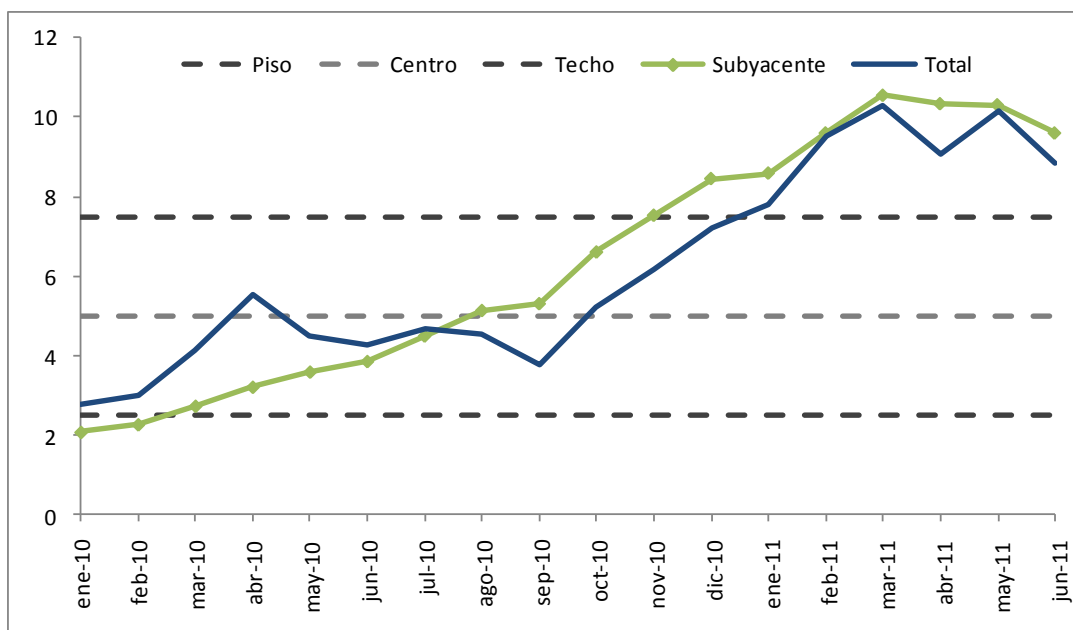
Gráfico 7: Inflación en Paraguay 1975 -2010
(Variación del IPC)



Fuente: Elaboración de los autores con datos del BCP.

El Gráfico 8 permite tener una visión más clara de la inflación actual viendo su trayectoria desde el año 2010. Este gráfico muestra que la inflación actual se encuentra por encima del techo del rango referencial fijado por el BCP. Durante el 2010, la inflación, tanto subyacente como total, se mantuvo dentro dicho rango, mostrando un incremento considerable sólo a partir de los primeros meses del 2011.

Gráfico 8: Inflación Interanual Subyacente y Total
(Variación porcentual del IPC)



Fuente: Elaboración de los autores con datos del BCP.

La inflación acumulada, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor, a diciembre del 2010 fue de 7,2% y actualmente, a junio de 2011, se encuentra en 3,8%. Por otro lado, la inflación interanual a junio de 2011 fue del 8,8%, resultado menor al 10,2% y 9,1% observados en el mes de mayo y abril del mismo año, pero superior a la tasa del 4,3% registrado en el mes de junio del 2010. La inflación subyacente interanual (que excluye los rubros volátiles de la canasta) se situó en una tasa superior a la inflación total y alcanzó 9,6%, resultado menor al 10,3% registrada en el mes de mayo del mismo año, pero muy superior a la tasa del 3,9% verificado en el mes de junio del año 2010. A diciembre de 2010, la inflación subyacente acumulada alcanzó una tasa del 8,4%, también superior al 7,2% de la inflación total.

Si bien la inflación vino aumentando desde fines del 2010, la misma se está controlando a la baja y los pronósticos para finales del 2011 reflejan este ajuste. El BCP proyecta una inflación en promedio del 8,3%, en base a los distintos modelos de proyección empleados con datos a junio de 2011 y Consensus Economics (Junio 2011) estima que la inflación a finales del 2011 estaría en 7,1%. Sin embargo, el FMI advierte que, como resultado de las presiones de exceso de demanda interna, el alza de los precios de los productos básicos y las presiones de costo, como el salario mínimo, la inflación se mantendrá levemente por encima de 10% hacia fines de 2011.

4.4.6 Funcionamiento de los Mecanismos de Transmisión

Los bancos centrales de los países que han adoptado el esquema de MI fundamentan el proceso de toma de decisiones de política en un sistema de producción de pronósticos. Dicho sistema debe estar centrado en un modelo macroeconómico que contemple y cuantifique el mecanismo de transmisión de la política monetaria, es decir, un modelo que tenga la capacidad para describir de una forma simple y clara las interrelaciones entre las principales variables relacionadas al mecanismo de transmisión, manteniendo una consistencia teórica.

En este sentido, la Gerencia de Estudios Económicos del BCP a través de su Departamento de Síntesis Macroeconómica e Investigación, ha desarrollado el Modelo de Consistencia Macroeconómica (MCM) de la economía paraguaya¹⁴ para realizar simulaciones de política monetaria y proyectar las variables macroeconómicas más importantes para la toma de decisiones. El modelo utiliza coeficientes elegidos sobre la base de la teoría y los principios económicos, datos empíricos econométricos disponibles y el entendimiento de las características de la economía paraguaya.

El MCM busca determinar el mecanismo de transmisión en la economía paraguaya introduciendo cambios en la tasa de política monetaria y midiendo su efecto sobre las principales variables intermedias y finalmente sobre la inflación. Así, el modelo muestra que al aumentar la tasa de política por un trimestre en 1%, este incremento se traslada en primer lugar a la tasa de interés de largo plazo y luego a la tasa de interés real, que se incrementa por arriba de su valor de equilibrio de largo plazo. Esto reduce el consumo y la inversión y así, la

14 Rojas, Biedermann, Ruíz Díaz, Barrail (2011) en su trabajo "MODELO DE CONSISTENCIA MACROECONOMICA DE LA ECONOMÍA PARAGUAYA" desarrollan el modelo sobre la base de un modelo dinámico de equilibrio general adaptado a una economía pequeña y abierta, fundado sobre la teoría Neo-keynesiana.

brecha del producto disminuye produciéndose su mayor efecto al cabo de tres trimestres después del alza de la tasa, con una caída máxima del 0,23%. Por otro lado, la inflación también se ve disminuida y alcanza un mínimo cuatro trimestres después del cambio en la tasa, con cerca de 0,16% de menor inflación.

Además, en la actualidad, el Departamento de Síntesis Macroeconómica e Investigación ha desarrollado varias especificaciones de modelos VAR capaces de efectuar eficientemente simulaciones de política y proyectar en el corto y mediano plazo la evolución de la inflación, contrastándola con el nivel meta anunciado de manera a realizar un seguimiento a la efectividad de la política monetaria. Actualmente se ha desarrollado dos modelos VAR irrestrictos, un modelo VAR estructural trimestral y un VAR bayesiano trimestral para el pronóstico, tanto de la inflación total, como de la inflación subyacente. También se están desarrollando modelos VAR para el mecanismo de transmisión de manera a tener una visión clara del funcionamiento del mismo en la economía paraguaya.

4.5 Condiciones Políticas

4.5.1 Soporte político para Metas de Inflación dentro del Banco Central y del Gobierno

Para la exitosa implementación de un esquema de MI tanto los agentes económicos como las organizaciones políticas deben estar dispuestos a contribuir en el proceso. Los hacedores de política deberían poder contar con un marco de apoyo político adecuado para realizar las reformas necesarias en todas sus fases críticas. Por lo tanto, se debe procurar disminuir el nivel de incertidumbre macroeconómica en el mercado una vez que esté operando formalmente dicho esquema y evitar un comportamiento de inconsistencia intertemporal que limite la credibilidad del esquema y disminuya el apoyo político del que puedan gozar dichas reformas.

Al respecto, es indispensable tomar en cuenta dos acciones requeridas para instaurar exitosamente este nuevo esquema. Por un lado, se deben separar, pero a la vez coordinar, las operaciones para financiar deuda y las de gestión de liquidez. Esto implica identificar los requerimientos de absorción para las operaciones relacionadas con la gestión de la deuda del Banco Central y el Gobierno y las operaciones de intervención en el mercado de liquidez. Esta labor debe llevarse en conjunto con el Ministerio de Hacienda para evitar crear un exceso innecesario de liquidez en el mercado, a través de una mejor gestión de la misma. Por otro lado, también se deberían establecer mecanismos de coordinación y de programación de compra de divisas con el Gobierno, las empresas públicas, y de las operaciones importantes de los bancos comerciales, a fin de evitar bruscas fluctuaciones previsibles del tipo de cambio que obliguen al Banco Central a intervenir ineficientemente en el mercado.

Dentro de las condiciones políticas, es también importante analizar el impacto de los grupos políticos de presión y de ciertos sectores influyentes. En este sentido, el BCP cuenta con cierta independencia en sus decisiones, ya que éstas generalmente no son sometidas a la valorización de grupos que la adversen con lo cual existe una muy baja probabilidad de que sean revertidas por presiones de grupos denominados *free riders*. Con respecto a la coordinación con el Ministerio de Hacienda y otros organismos del Estado en los programas de compra de divisas y en la financiación de deuda para evitar bruscas fluctuaciones del tipo de

cambio y exceso de liquidez en el mercado, cobra importancia la urgencia de la implementación de la Ley de Capitalización del BCP, ya que permitirá al BCP cumplir con su rol fundamental: la estabilidad de precios.

En la Tabla 6 se muestran brevemente las condiciones iniciales que han sido logrados completa o parcialmente por Paraguay para implementar el esquema de Metas de Inflación.

Tabla 6: Condiciones para Adoptar un Esquema de Metas de Inflación en el Paraguay

Condiciones para Adoptar un Esquema de Meta de Inflación	
1. Independencia Institucional (Sí/No)	
1.1. Ausencia de Obligación Fiscal por Parte del Banco Central	Sí, limitado
1.2. Independencia Legal del Banco Central	Parcial, con cierta injerencia política
1.3. Independencia del Objetivo del Banco Central	Sí, pero determinado con otros organismos del Estado
1.4. Independencia Operativa del Banco Central	Sí, con posibilidad de mejorar con la Ley de Capitalización
1.5. Mandato Legal de Estabilidad de Precios del Banco Central	Sí, junto con la eficacia y estabilidad del sistema financiero
1.6. Rendición de Cuentas por parte del Banco Central	Sí, comunicado de Política Monetaria e Informe de Política Monetaria (próxima publicación)
2. Capacidad Institucional e Infraestructura Técnica (Alto/Medio/Bajo)	
2.1. Capacidad de Afectar la Tasa de Interés de Corto Plazo	Bajo, tasas de interés de más corto plazo es de 14 días para las LRM.
2.2. Capacidad de Llevar a cabo Operaciones de Mercado Abierto	Medio, principalmente a través de LRM
2.3. Disponibilidad de Datos	Medio
2.4. Entendimiento del Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria	Medio, en desarrollo de modelos analíticos
2.5. Capacidad de Modelaje y Proyecciones	Medio, trabajando en un ciclo de proyecciones a corto, mediano y largo plazo
2.6. Proceso Formal de toma de Decisiones de Política Monetaria	Medio, se deben formalizar los temas a tratar y mejorar la comunicación de las decisiones
3. Salud y Desarrollo del Sistema Financiero (Alto/Bajo/Medio)	
3.1. Salud y Regulación del Sistema Bancario	Alto
3.2. Desarrollo y Profundidad del Mercado de Dinero y Divisas	Bajo
3.3. Descalce de Divisas de los Bancos	Medio
3.4. Dolarización	Medio
3.5. Desarrollo de Mercados de Securities del Gobierno	Bajo, mercados monetarios poco desarrollados
3.6. Integración Financiera Internacional	Alto
4. Estructura Económica	
4.1. Sistema de Tipo de Cambio (1: flotación plena, 2: flotación administrada, 3: bandas reptantes, 4: minidevaluaciones, 5: bandas horizontales, 6: fijación, 7: otras fijaciones duras)	2 (flotación sucia o administrada)
4.2. Esquema de Política Monetaria antes de la Meta de Inflación (1: ancla de tipo de cambio, 2: objetivo monetario)	2 (objetivo monetario)
4.3. Traspaso de Tipo de Cambio	Alto
4.4. Política Fiscal (reglas fiscales, déficit público, deuda pública)	Bajo
4.5. Inflación Actual	Medio
4.6. Funcionamiento de los Mecanismos de Transmisión	Alto
5. Condiciones Políticas (Alto/Medio/Bajo)	
5.1. Soporte Político para Metas de Inflación dentro del Banco Central y del Gobierno	Medio

Fuente: Elaboración de las autoras.

5. Desafíos en la Implementación de Metas de Inflación

Después de haberse explicado las condiciones necesarias para un esquema de metas de inflación y haber analizado su cumplimiento y alcance para el caso de Paraguay, se puede afirmar que, a partir de este compromiso explícito de MI, nace un amplio listado de desafíos para el BCP en la efectiva introducción e implementación de este régimen. Entre ellos se puede mencionar a la mejora necesaria en la disponibilidad de datos y la capacidad de modelación, pronóstico y proyección de las principales variables macroeconómicas de manera a tener una percepción más real de la trayectoria inflacionaria y una mejor comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria; cuestiones necesarias para la correcta toma de decisiones. Además, otro gran desafío radica en el rol del tipo de cambio en la economía paraguaya, principalmente por ser una economía parcialmente dolarizada y muy dependiente de shocks externos como las variaciones de precios en el mercado de *commodities*. Por otro lado, dada la entrada de capitales que se está experimentando a nivel regional y nacional, podría surgir un conflicto entre la MI y el tipo de cambio complicando de cierta forma la implementación de la política monetaria. Esto se da porque el tipo de interés consistente con la meta inflacionaria puede, de momentos, ser inconsistente con la tasa que mantendría al tipo de cambio dentro de sus parámetros normales.

Otros desafíos también importantes, son el mejoramiento de los cuerpos legales y la mejor coordinación entre las políticas económicas, ya que es de crucial importancia una coherencia entre la política fiscal y monetaria de manera a que el efecto sobre las principales variables macroeconómicas no se vea distorsionado por desequilibrios de coordinación. Además, Paraguay todavía tiene un mercado financiero incipiente, dominado por el sector bancario y con un escaso desarrollo de los mercados de derivados y valores, lo que imposibilita tener una mayor opción de instrumentos de política monetaria y, a la vez, dificulta tener una evaluación general del comportamiento y las expectativas de los mercados financieros. En este sentido, el BCP tiene el desafío de seguir fortaleciendo el marco legal regulatorio y prudencial, buscando mecanismos e instrumentos que ayuden a madurar el mercado financiero y dinamizar la función de las instituciones financieras.

En cuanto a la capacidad del BCP para afectar la tasa de interés, se ha mencionado que, en las reuniones mensuales del CEOMA, se fijan las tasas de las LRM a 14 y 36 días. La tasa de política monetaria utilizada por el BCP, si bien es la de más corto plazo en Paraguay, podría alcanzar una mayor influencia sobre la política de las tasas de los bancos comerciales si fuese de aún más corto plazo, como una tasa *overnight*. Así, siempre que la evolución de la política monetaria provea información para anclar las expectativas de los agentes, esto se reflejará en la estructura de tasas, haciendo que la política monetaria sea aún más efectiva. Asimismo, el BCP debe seguir intensificando su independencia operativa como institución técnica y económica, lo que aumentará la credibilidad en su gestión por parte de los agentes económicos y ayudará a anclar las expectativas inflacionarias.

La Tabla 7 resume los principales desafíos que tiene Paraguay en este proceso de implementación del esquema de MI.

Tabla 7: Desafíos en la Implementación de Metas de Inflación en el Paraguay

Desafíos de la Implementación de Metas de Inflación	
(La variable representa una dificultad a la hora de implementar MI: Si/No)	
1. Disponibilidad de Datos	No, pero se debe ampliar la base
2. Modelación, Pronóstico y Proyección	No, pero se debe mejorar la proyección
3. Entendimiento y Modelación del Mecanismo de transmisión	Sí, ya que se necesita mejorar el entendimiento
4. Rol del Mecanismo del Tipo de Cambio	Sí
5. Desafíos Legales	No
6. Falta de Coordinación con Políticas Económicas	No, aunque falta coordinación entre entidades públicas
7. Nivel de Desarrollo de los Mercados Financieros	Sí
8. Condición Financiera del Sector Bancario	Sí
9. Establecimiento de la Capacidad para Afectar la Tasa de Interés	Sí, se necesita afectar una tasa de interés <i>overnight</i>
10. Mantenimiento u Obtención de Independencia del Banco Central	No

Fuente: Elaboración de las autoras.

6. Conclusiones

El esquema de MI, que se refleja en un compromiso explícito y público por controlar la inflación y mantenerla baja y estable, ha aportado grandes logros a la estabilización de precios en las economías que lo han adoptado. Además, tiene el potencial de reducir las presiones políticas sobre el actuar del Banco Central, ya que al establecer una meta inflacionaria reduce las posibilidades de caer en inconsistencia temporal, aumentando así la transparencia en la gestión de la política monetaria. Así, fundamentado en sus ventajas y exitosa evidencia empírica, en mayo de 2011, Paraguay ha decidido implementar este esquema de política monetaria que se caracteriza por ser más *forward-looking*, más previsible y capaz de anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, lo que lograría reducir la persistente volatilidad inflacionaria. Además, dada la coyuntura económica de fuerte ingresos de capitales, lo que alerta riesgos de sobrecalentamiento, la MI cumpliría un papel protagónico para la política monetaria en Paraguay, incentivando la estabilidad de precios y la credibilidad del Banco Central.

Las condiciones presentadas como necesarias para la implementación del esquema de MI son relevantes para la total efectividad del mismo. Sin embargo, la ausencia de algunas de estas condiciones no debe ser motivo de abandono del esquema, ya que se pueden establecer gradualmente en el tiempo luego de anunciar el compromiso explícito con la meta de inflación.

Entre estos requisitos se destacan la adopción de tasas de interés de corto plazo como instrumento principal para manejar la política monetaria, la adopción de tipos de cambios flexibles, el aumento de la independencia, transparencia y la rendición de cuentas por parte del banco central, el tener un sistema bancario saludable y regulado, la integración financiera internacional, el mejoramiento de la capacidad técnica para proyectar la inflación en forma confiable y el soporte político para la implementación del esquema. Así, si bien Paraguay alcanza la gran mayoría de estas condiciones, aún quedan aspectos por mejorar, como el mecanismo de rendición de cuentas, la capacidad de la política monetaria para afectar la tasa de interés de corto plazo, la implementación de la Ley de Capitalización y la profundidad del mercado de dinero y divisas y del mercado de *securities* del Gobierno. Esto hace que la implementación del régimen de MI en Paraguay presente desafíos.

Un punto que merece especial atención es la necesidad de un tipo de cambio flexible para la implementación de este esquema. El BCP no sólo tiene el mandato de la estabilidad del valor de la moneda sino también de mantener la eficacia y estabilidad del sistema financiero. Con respecto a este segundo mandato, un tipo de cambio totalmente flexible podría llegar a causar inestabilidad financiera en la economía paraguaya, parcialmente dolarizada. Por eso, si bien el tipo de cambio flexible es una condición de la MI, el banco central tiene la facultad de poder alejarse transitoriamente de la flotación limpia cuando el tipo de cambio afecta las proyecciones de la inflación o cuando forma burbujas especulativas que amenazan la estabilidad financiera. En este sentido, se debe acentuar que el esquema de metas de inflación no es una regla rígida de política monetaria, sino que permite cierta discrecionalidad, fijando un objetivo numérico de inflación a mediano plazo pero permitiendo desvíos como respuestas a shocks en el corto plazo.

Así, Paraguay se encuentra exitosamente encaminado a dirigir su política monetaria bajo un esquema de objetivo inflacionario, abandonando gradualmente su dirección bajo objetivo de agregados monetarios pero continuando con el monitoreo constante de su trayectoria, lo que sirve para ampliar la visión económica a la hora de tomar las decisiones de política monetaria. En este camino de transición, el BCP se ha comprometido fuertemente con los desafíos que se han presentado para la total implementación del esquema de MI y se encuentra realizando acciones de manera a alcanzar estos desafíos mejorando sustancialmente la comunicación con los agentes económicos. Este nuevo esquema de gestionar la política monetaria permitirá al BCP cumplir con sus roles fundamentales; perseguir la estabilidad de precios y la eficacia y estabilidad del sistema financiero, controlando la inflación que es conocido como el peor y más injusto de todos los impuestos.

7. Referencias

Arias, Juan Pablo; Ruiz Díaz, Victor y Tello, José Carlos, 2009, "Evaluación de la Adopción de un Esquema de Meta de Inflación para Costa Rica," Seminario de Política Económica, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Banco Central del Paraguay, Junio 2011, "Informe de Inflación".

Berganza, Juan Carlos y Broto, Carmen, Enero 2011, "Metas de Inflación, Intervenciones y Volatilidad del Tipo de Cambio en Economías Emergentes," Boletín Económico Banco de España.

Chuecos, Alicia, "¿Existen Condiciones para Implementar una Meta de Inflación en Venezuela? Una Guía utilizando la Función de Reacción," Clasificación JEL: E52, E58.

Chuecos, Alicia, Diciembre 2008, "La meta de inflación como esquema monetario," Revista de Ciencias Sociales, vol.14, no.3, p.479-495. ISSN 1315-9518.

Corvalán, Jorge, 2009, "El Diseño de la Política Monetaria en Paraguay," Banco Central del Paraguay.

De Gregorio, José, Octubre 2006, "Esquema de Metas de Inflación en Economías Emergentes," Economic Policy Papers N° 18, Central Bank of Chile.

Freedman, Charles y Ötker-Robe, Inci, Julio 2009, "Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting," International Monetary Fund Working Paper 09/161.

Gustale, Jazmin y Cazaña, María, Abril 2011, "Invertir en la Bolsa de Valores: una buena opción," Revista High Class, Asunción – Paraguay.

Hammond, Gill, Febrero 2011, "State of the Art of Inflation Targeting – 2011," Centre for Central Banking Studies Bank of England, Handbook No. 29.

Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Agosto 2008, "Informe Metas de Inflación Explícitas," Boletín de Transparencia Fiscal - Informe Especial.

Mishkin, Frederic S., Marzo 2000, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," National Bureau of Economic Research, Working Paper 7618.

Piñón, Marco, Abril 2010, "Tendencias Recientes en los Marcos de Política Monetaria y Cambiaria en América Latina," Seminario Políticas Económicas en Costa Rica para el Periodo 2010-2014.

Roger, Scott, Marzo 2010, "Veinte Años de Metas de Inflación," Revista Finanzas y Desarrollo, Fondo Monetario Internacional.

Rojas, Bernardo y Charotti, Javier, 2008, "Modelo Macroeconómico de Proyección para la Economía Paraguaya," Banco Central del Paraguay.

Rojas, Biedermann, Ruíz Díaz, Barrail, 2011, "Modelo de Consistencia Macroeconómica de la Economía Paraguaya," Banco Central del Paraguay. Clasificación JEL: C5, E1

Rojas, Rodríguez y Patiño, 2006, "Estimación del Efecto Pass-through para la Economía Paraguaya," Banco Central del Paraguay.