



Paraguay

Agosto de 2012

INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTICULO IV CORRESPONDIENTE A 2012

En virtud del artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, el FMI mantiene discusiones bilaterales con sus miembros, usualmente cada año. En el contexto de la consulta del Artículo IV de 2012 con Paraguay, los siguientes documentos han sido publicados:

- **Informe del personal técnico**, preparado por un equipo de funcionarios del FMI tras las conversaciones con funcionarios de Paraguay sobre la evolución de la economía y de las políticas económicas, que culminaron el 11 de Mayo de 2012. Basado en la información disponible al momento de estas discusiones, el informe se finalizó el 8 de Junio de 2012. Las opiniones expresadas en el informe son las del personal técnico y no reflejan necesariamente las opiniones del Directorio Ejecutivo del FMI.

El documento que se enumera a continuación ha sido o será publicado en forma separada.

Temas Seleccionados

La política de publicación de los informes del personal técnico y otros documentos permite la supresión de la información sensible al mercado.

Copias de estos informes están disponibles para el público en

Fondo Monetario Internacional • Servicios de Publicaciones
700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431
Teléfono: (202) 623-7430 • Telefax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org Internet: <http://www.imf.org>

Fondo Monetario Internacional
Washington, D.C.



PARAGUAY

INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2012

8 de junio de 2012

TEMAS PRINCIPALES

Contexto. Se proyecta que el PIB se contraerá 1.5% en 2012, debido a la grave sequía que afectó a la agricultura en el primer trimestre. Sin embargo, se prevé que el producto no agrícola crecerá a un ritmo ligeramente inferior a su potencial, respaldado por el estímulo de las políticas fiscales y monetarias. Ahora que la sequía ha terminado, y con una demanda interna robusta y un nivel de confianza alto, se prevé una rápida recuperación de la actividad en los próximos meses. El próximo año, el PIB crecería a un ritmo de 8.5% en la medida en que las condiciones meteorológicas vuelvan a la normalidad y la agricultura se recupere. La inflación se mantendría en un nivel congruente con la meta fijada por el banco central (5%) en 2012-13.

Políticas a corto plazo. La actual combinación de políticas es adecuada para respaldar la actividad económica y, en líneas generales, es compatible con el logro de la meta de inflación en 2012. La política fiscal y monetaria poco puede hacer para mitigar el efecto directo de la sequía en la agricultura, y solo debería reaccionar en la medida en que existan efectos de derrame (*spillovers*) que afecten al resto de la economía y la inflación permanezca bajo control. Es importante evitar un mayor relajamiento de dichas políticas, y permitir al mismo tiempo que el tipo de cambio ayude a mitigar el shock de oferta. Las presiones inflacionarias podrían reaparecer a medida que se acerque 2013 y la economía repunte, y las autoridades deberían estar prestas a aplicar oportunamente políticas más restrictivas. Para proteger la estabilidad financiera, es necesario mantener el crecimiento del crédito bajo control, reforzando aún más la regulación y la supervisión, y fortaleciendo los colchones en este sector. También es importante subsanar los vacíos de información en el sector financiero.

Reformas tributarias. Es preciso mejorar el sistema impositivo para incrementar los ingresos públicos. Este aumento es necesario para respaldar el mejoramiento de la

Infraestructura básica, mejorar los indicadores sociales y el capital humano, y reducir la pobreza. Es importante implementar lo antes posible el impuesto a la renta personal, y mejorar la tributación del sector agrícola, limitando sus generosas deducciones y eliminando las lagunas tributarias. También existe margen para incrementar el aporte tributario del sector financiero, inclusive mediante la ampliación de la base tributaria y el aumento de la tasa del IVA sobre los servicios financieros, que es actualmente baja.

Aprobado por
David Vegara y
Dhaneshwar Ghura

Las conversaciones tuvieron lugar en Asunción del 2 al 11 de mayo. El equipo estuvo integrado por los siguientes funcionarios: L. Abrego (jefe), N. Magud, J. Podpiera, K. Ross, Representante Residente (todos del Departamento del Hemisferio Occidental), y V. Tulin (del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital). El Sr. Maciel (de la Oficina de los Directores Ejecutivos) participó en las reuniones.

ÍNDICE

ANTECEDENTES _____	5
PERSPECTIVAS Y RIESGOS MACROECONÓMICOS _____	8
DIÁLOGO DE POLÍTICA ECONÓMICA _____	12
A. Políticas macroeconómicas y del sector financiero a corto plazo _____	13
B. Mejoramiento del sistema tributario _____	16
C. Crecimiento de largo plazo y otras cuestiones estructurales _____	17
EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO _____	19
RECUADROS	
1. La tasa de interés real natural en Paraguay _____	23
2. Flexibilidad del tipo de cambio en Paraguay _____	24
3. Evaluación del tipo de cambio en Paraguay _____	25
4. Limitaciones al crecimiento a largo plazo _____	26
5. Estado de aplicación de las principales recomendaciones del programa de evaluación del sector financiero (FSAP) de 2010 _____	27
6. Migración a un régimen de metas de inflación: Estado de aplicación de las recomendaciones formuladas por el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital _____	28
GRÁFICOS	
1. Evolución del sector real _____	29
2. Evolución monetaria _____	30
3. Evolución de la balanza de pagos _____	31
4. Evolución fiscal _____	32
5. Indicadores del sistema bancario desde una perspectiva internacional _____	33

CUADROS

1.	Indicadores económicos y sociales seleccionados _____	34
2a.	Operaciones del gobierno central _____	35
2b.	Operaciones del gobierno central _____	36
3a.	Operaciones del sector público consolidado _____	37
3b.	Operaciones del sector público consolidado _____	38
4.	Resumen de las cuentas del Banco Central _____	39
5.	Resumen de las cuentas del sistema bancario _____	40
6.	Balanza de pagos _____	41
7.	Indicadores de vulnerabilidad externa _____	42
8.	Indicadores de solidez financiera del sector bancario, 2006–2011 _____	43

ANEXO

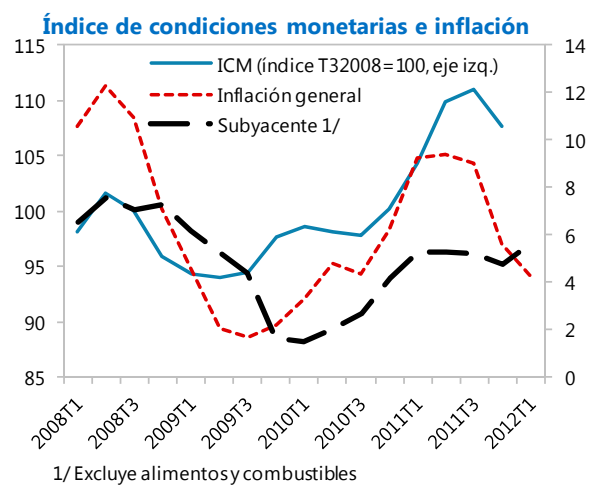
1.	Matriz de evaluación de riesgos _____	44
----	---------------------------------------	----

ANTECEDENTES

1. El crecimiento del PIB registró una marcada desaceleración en 2011 y se tornó negativo en el primer trimestre de 2012 (gráfico 1). Tras un fuerte repunte en 2010, impulsado por la agricultura, el crecimiento se redujo a 3,8% en 2011, como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más restrictiva y de los choques de oferta específicos del país. En un contexto de presiones inflacionarias, el banco central siguió aumentando las tasas de interés hasta el tercer trimestre de 2011. Al mismo tiempo, la escasez de cemento y el brote de fiebre aftosa, seguidos de la imposición de restricciones a la exportación de carne vacuna, tuvieron un fuerte impacto en el sector no agrícola, que creció a un ritmo inferior a 3% durante el año. La brecha del producto no agrícola (un indicador más adecuado de las presiones de demanda en Paraguay) se tornó negativa en el tercer trimestre de 2011, llegando aproximadamente a -1% en el último trimestre. El desempleo disminuyó ligeramente a alrededor de 5.5% en 2011, mientras que el subempleo se mantuvo elevado, en un nivel superior a 20%. Una grave sequía golpeó al país a finales de 2011 y principios de 2012, y se estima que causó grandes pérdidas en el sector agrícola, especialmente para los principales productos de exportación (por ejemplo, la soja). Los indicadores de alta frecuencia sugieren que el PIB se contrajo en más de 3% (interanual) en el primer trimestre de 2012 como resultado de la sequía, pero la actividad en el sector no agrícola creció a un ritmo cercano a 4.5%.

2. La inflación se ha reducido a un nivel inferior a la meta fijada por el banco central, pero la inflación subyacente sigue siendo relativamente alta (gráfico 1). Tras alcanzar su

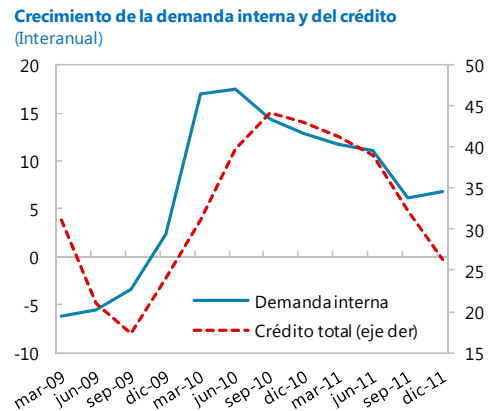
nivel máximo a principios de 2011 (más de 10% interanual), la inflación comenzó a moderarse a mediados del año, llegando a 5% (la meta fijada por el banco central) a finales del año, y se redujo nuevamente a 3.25% en abril de 2012. Este descenso refleja principalmente una disminución de los precios de los alimentos, derivada en parte de la fuerte reducción de los precios de la carne después de la imposición de restricciones a su exportación. El endurecimiento



de las condiciones monetarias y la sustancial apreciación del guaraní (véase el gráfico) también contribuyeron a la reducción de las presiones inflacionarias en 2011¹. Sin embargo, aun con una brecha del producto negativa, la inflación subyacente (6.3% en abril de 2012) se mantuvo ligeramente por encima de la meta oficial del nivel general de inflación, como reflejo principalmente del crecimiento aún vigoroso de la demanda interna y de factores puntuales².

3. El crecimiento del crédito se ha moderado, lo que ha ayudado a reducir las presiones de demanda interna y los riesgos del sector financiero (gráfico 2).

Desde mediados de 2010 hasta agosto de 2011, el banco central (BCP) aumentó la tasa de política monetaria en 800 puntos básicos (a 8.5%). Esto contribuyó a desacelerar el crecimiento del crédito de 43% a finales de 2010 a 19% en abril de 2012³. El crecimiento del crédito en dólares experimentó una desaceleración aún más fuerte, aunque a partir de una base más alta, debido principalmente a los problemas en el sector primario y a la reducción de los ingresos de divisas. En este contexto, el crecimiento de la demanda interna se moderó, aunque se mantiene por encima del crecimiento del producto potencial.



4. En vista de la reducción de la inflación y de la incertidumbre externa, el BCP comenzó a recortar las tasas de interés a finales de 2011.

El BCP redujo la tasa de política monetaria en 200 puntos básicos entre noviembre de 2011 y febrero, y en otros 25 puntos básicos en mayo (a 6.25%). Al aplicar una política monetaria más laxa, el BCP mencionó inicialmente la reducción de la inflación y los riesgos derivados de las perspectivas económicas mundiales inciertas y, más recientemente, el crecimiento más débil de la demanda interna. Aunque la tasa real de política monetaria sigue siendo positiva (en alrededor de 1.2%), se

¹ El índice de condiciones monetarias (ICM) que se muestra en el gráfico del texto corresponde al promedio ponderado de la tasa de interés real y el tipo de cambio real. Las ponderaciones relativas están determinadas por el grado de apertura de la economía paraguaya.

² A principios de 2012 el principal factor puntual estuvo relacionado con el aumento del costo de la educación, debido a una nueva ley que introdujo contribuciones obligatorias a la seguridad social para las escuelas privadas. Este factor ha contribuido al aumento de la inflación subyacente en alrededor de 0,5 puntos porcentuales desde diciembre de 2011; el resto del repunte se atribuye a factores relacionados con la demanda interna y el efecto de traspaso variaciones en el tipo de cambio.

³ La evolución financiera externa posiblemente también desempeñó un papel en la reducción del crecimiento del crédito. Véase el documento "Temas Seleccionados", Capítulo II.

encuentra por debajo de su nivel neutral (recuadro 1), lo que, en líneas generales, parece congruente con la actual brecha del producto negativa.

5. El déficit en cuenta corriente mejoró y las reservas internacionales del país siguieron aumentando en 2011 (gráfico 3). A pesar del choque negativo a las exportaciones de carne vacuna y de la apreciación del guaraní (14% en términos reales efectivos durante 2011), el déficit de la cuenta corriente externa se redujo de 3.4% del PIB en 2010 a 1.2% del PIB en 2011, debido a la evolución más favorable de los términos de intercambio, al fortalecimiento de la cuenta de servicios (relacionado principalmente con los pagos de regalías eléctricas realizados por Brasil y Argentina), y al aumento de las remesas de trabajadores. La entrada de capitales, especialmente de inversión extranjera directa, se mantuvo en niveles sólidos, lo que permitió al BCP aumentar las reservas internacionales netas en 1,5% del PIB en 2011, hasta cerca de 24% del PIB. El BCP siguió interviniendo en ambos lados del mercado en 2011, con el objetivo de limitar la volatilidad excesiva del tipo de cambio. Más recientemente, en el primer trimestre de 2012, el BCP vendió un monto considerable de divisas para i) retirar una inyección grande e inesperada de liquidez realizada por el gobierno (que utilizó los depósitos del BCP, entre otros mecanismos, para liquidar cuentas por pagar), y ii) contener las fuertes presiones bajistas sobre la moneda registradas después de la sequía. Estas operaciones evitaron que el tipo de cambio se depreciara en respuesta al choque de oferta inducido por la sequía. La intervención cambiaria en 2011–12 parece haber limitado la flexibilidad del tipo de cambio (recuadro 2).

6. En 2011 se aplicó una política fiscal ligeramente expansiva (gráfico 4). El superávit fiscal global se redujo 0,5 puntos porcentuales, al 1% del PIB, como consecuencia del fuerte aumento del gasto primario (especialmente los gastos de capital). Esto implicó un impulso fiscal (medido por la variación del balance primario estructural) de aproximadamente 0,8% del PIB. El crecimiento de los ingresos fiscales se desaceleró pero se mantuvo vigoroso, respaldado por las mejoras en la administración tributaria. La deuda pública continuó en una trayectoria descendente, y la deuda del gobierno general se redujo a un nivel inferior al 14% del PIB, uno de los más bajos de la región.

7. El sector bancario mantiene su solidez, pero han aumentado los préstamos en mora. La rentabilidad es alta y los coeficientes de requerimiento de capital se mantienen en niveles elevados. La tasa de mora de los préstamos es reducida (2% en marzo), pero ha aumentado en el

Paraguay: Indicadores de solidez financiera del sector bancario

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Mar-12
Calidad de los activos							
Capital regulador/activos ponderados en función del riesgo	20,1	16,9	16,3	16,3	15,4	14,9	17,3
Préstamos en mora/préstamos brutos	3,3	1,3	1,1	1,6	1,3	1,7	2,0
Provisiones/préstamos en mora	59,1	78,4	77,7	78,8	74,4	69,1	66,9
Rendimiento de los activos (antes de impuestos)	3,5	3,5	3,9	2,9	2,8	2,7	2,8
Rendimiento del capital (antes de impuestos)	29,7	30,0	35,6	27,1	27,6	25,5	26,5
Activos líquidos/activos totales	44,0	44,8	36,8	41,0	33,6	32,5	33,5
Depósitos de clientes/total depósitos (no interbancarios)	183,5	173,2	150,8	160,3	131,0	119,0	120,9

Fuente: Banco Central del Paraguay y cálculos del personal técnico del FMI.

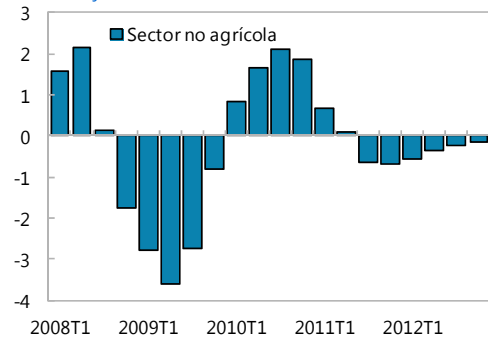
último año⁴. En enero de 2012 se adoptaron medidas más estrictas sobre provisiones y se incrementaron los requerimientos de capital, lo que ayudó a reforzar los márgenes de maniobra de las instituciones financieras. También se está implementando un programa para reforzar el marco prudencial y regulatorio del sector cooperativo. El Congreso aprobó recientemente una ley para transferir los depósitos del sector público mantenidos en los bancos comerciales a un banco estatal. Estos depósitos representan alrededor del 6% del PIB y su transferencia abrupta y concentración podrían impactar fuertemente la distribución de la liquidez dentro del sistema bancario. La iniciativa se ha aplazado dado que el BCP ha presentado una demanda de inconstitucionalidad contra dicha ley ante la Corte Suprema.

PERSPECTIVAS Y RIESGOS MACROECONÓMICOS

8. Se proyecta que la economía se contraerá en 2012 como resultado de la reciente

sequía. Según las proyecciones del personal técnico, el PIB real se reducirá 1.5%, debido a una disminución de la actividad agrícola de alrededor del 25%. Si bien los efectos de derrame de la agricultura sobre el resto de la economía parecen modestos⁵, la contracción en el sector agrícola tendrá un efecto notable en el sector no agrícola, dado el tamaño del choque. Sin embargo, luego de la contracción registrada durante el primer trimestre de 2012, se prevé una rápida

Brecha del producto
(Porcentaje)



⁴ Las provisiones también se han reducido. Sin embargo, esto refleja los cambios en la composición de los préstamos en mora, que reflejan un aumento en la proporción de préstamos vencidos recientemente (que tienen un nivel de provisiones inferior). De hecho, el Banco central ha adoptado regulaciones más estrictas sobre provisiones.

⁵ Las estimaciones del personal técnico del FMI indican que una contracción de 10% en el sector agrícola reduce la actividad en el sector no agrícola en 0,8%-1,0%.

recuperación. El crecimiento probablemente se tornará positivo en el segundo trimestre de 2012, respaldado en el sector no agrícola por el alto nivel de confianza, el fuerte impulso fiscal, las condiciones monetarias expansivas y la reversión parcial de los choques negativos de oferta que golpearon al sector en 2011. El personal técnico proyecta que el sector no agrícola crecerá a un ritmo de 4.4% en 2012 (en comparación con el crecimiento potencial de 4.25%), y que la brecha del producto será ligeramente negativa en 2012. La normalización de las condiciones meteorológicas tendrá un impacto positivo en el sector agrícola el próximo año y el PIB crecerá a un ritmo de 8.5%, antes de estabilizarse cerca de su nivel potencial en el mediano plazo.

9. Se prevé que la inflación se mantendrá en torno al 5% en 2012. La presión alcista sobre la inflación debería ser relativamente moderada en 2012 dados: i) la brecha del producto ligeramente negativa; ii) los precios moderados de las materias primas a nivel mundial; y iii) los aumentos limitados de los precios de los alimentos a nivel local debido a las actuales restricciones a la exportación de carne vacuna. Sin embargo, las presiones inflacionarias podrían aparecer el próximo año una vez que se levanten las restricciones a la exportación y que la actividad económica repunte fuertemente. Dichas presiones y su impacto sobre las expectativas pueden contenerse si el BCP restringe la política monetaria de manera adecuada y a tiempo, y permite que el tipo de cambio se aprecie (como en 2011). A mediano plazo, la inflación podría reducirse a un nivel inferior a 5%, siempre que el BCP lleve a cabo la transición hacia un régimen de metas de inflación y establezca una meta de inflación más baja.

Paraguay: Perspectivas a mediano plazo

			Prel.		Proyec.					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)										
Producción y precios										
PIB real	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5	4,6	4,7	4,7	4,7
Precios al consumidor (fin de período)	7,5	1,9	7,2	4,9	5,0	5,0	5,0	4,6	4,3	4,0
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)										
Finanzas públicas										
Saldo primario del gobierno central	3,1	0,7	1,8	1,2	-2,2	-1,7	-0,4	0,2	0,5	0,8
Saldo global del gobierno central	2,5	0,6	1,5	0,9	-2,5	-2,0	-0,8	-0,1	0,2	0,6
Saldo primario estructural del gobierno central 1/	-0,8	-3,2	-2,2	-3,0	-6,2	-5,5	-3,8	-2,9	-2,3	-1,7
Saldo global del gobierno general	2,9	2,0	1,5	1,0	-1,0	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,0
Deuda del gobierno general (porcentaje del PIB)	18,9	17,9	15,0	13,6	14,2	13,4	13,2	11,7	11,2	10,9
Sector externo										
Términos de intercambio 2/	38,9	-19,1	6,7	3,8	-0,8	-0,3	-1,1	-0,2	-0,5	0,0
Cuenta corriente	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-3,1	-1,3	-1,6	-1,4	-1,1	-1,3
Inversión extranjera directa	1,6	1,4	1,8	2,3	1,9	2,1	2,1	2,2	2,3	2,2
Reservas internacionales netas	16,9	27,1	22,0	23,5	22,1	19,8	18,7	18,5	18,2	17,8

Fuentes: Banco Central del Paraguay; Ministerio de Hacienda, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

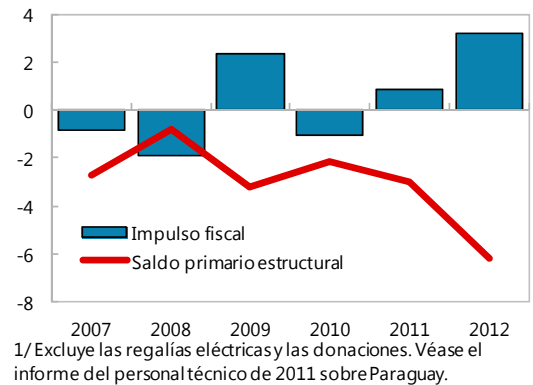
1/ Excluye las regalías por ventas de electricidad y donaciones. Véase el informe del personal técnico sobre la Consulta del Artículo IV correspondiente a 2011.

2/ Variación porcentual anual.

10. La cuenta corriente externa se debilitará temporalmente en 2012, debido a los choques de oferta. Se proyecta que las exportaciones agrícolas se contraerán fuertemente como resultado de la sequía, mientras que las exportaciones de carne vacuna se mantendrán prácticamente estancadas debido a las restricciones actuales. Si bien se prevé que la caída de las exportaciones globales se verá contrarrestada parcialmente por la disminución de las importaciones, se proyecta que el déficit en cuenta corriente superaría el 3% del PIB. Este deterioro se revertiría en 2013, gracias a la recuperación de la agricultura y al levantamiento de las restricciones a la exportación, previsto para finales de 2012. El déficit en cuenta corriente se estabilizaría en torno al 1.25% del PIB en el mediano plazo.

11. La política fiscal proporcionará un estímulo sustancial a la actividad económica en 2012. Como se refleja en el Plan Financiero del gobierno, el presupuesto de 2012 incluye un relajamiento considerable de la política fiscal. La misión proyecta que los balances global y estructural se reducirán en 3.2% del PIB no agrícola (2% del PIB total). Si bien esto ayudará a mitigar el impacto de la sequía en el sector no agrícola, el presupuesto incluye un fuerte aumento del gasto corriente (particularmente en salarios, que aumentan en alrededor de 30%, lo que tendrá un impacto sobre las pensiones a través del mecanismo de indexación existente), determinado primordialmente por el Congreso⁶. El personal técnico proyecta que los ingresos fiscales reales aumentarán un 3.5% en 2012, respaldados por el incremento de los pagos de regalías eléctricas realizados por Brasil (tras la conclusión del nuevo acuerdo sobre Itaipú) y por la demanda interna que sigue siendo relativamente robusta⁷. Se proyecta que el estímulo proporcionado en 2012 se retirará lentamente, y que las cuentas públicas seguirán registrando un déficit inclusive hasta 2014. Sin embargo, de acuerdo con la experiencia histórica reciente en Paraguay, se prevé que los déficits

Saldo primario estructural e impulso fiscal 1/ (Porcentaje del PIB potencial no agrícola)



⁶ A través de su Plan Financiero (PF), el gobierno puede en cierta medida modificar los planes de gasto aprobados por el Congreso, pero no puede modificar los salarios. Para 2012, el PF reduce el gasto en más de 1% del PIB en relación con el presupuesto aprobado. No se prevé que el incremento de los salarios del sector público influya en el aumento de los salarios en el sector privado, que tiende a seguir la evolución del salario mínimo. Este último se ajusta en función de la inflación de 12 meses cuando la inflación es de 10% o más; de lo contrario, el gobierno lo establece de manera discrecional. Dado que la inflación está muy por debajo de 10%, se prevé que el incremento del salario mínimo y de los salarios globales del sector privado será modesto en 2012.

⁷ La contracción en el sector agrícola tendrá un impacto directo muy limitado en los ingresos públicos, dado que la contribución directa de este sector a la recaudación tributaria es insignificante.

seguirán siendo modestos. En este contexto, si bien la deuda del gobierno general superará el 14% del PIB en 2012, retomará su tendencia descendente en 2013, respaldada por un fuerte repunte del crecimiento económico.

12. Las perspectivas de corto plazo están sujetas a los siguientes riesgos (Anexo 1):

- *Crecimiento e inflación.* Si bien un crecimiento mundial más débil de lo previsto afectará la actividad económica en Paraguay, el principal riesgo para el crecimiento interno en 2012 está relacionado con los efectos de derrame de la sequía sobre la demanda interna, que podrían ser más fuertes de lo estimado actualmente⁸. En este escenario, el PIB real se contraería más de lo previsto en el escenario base, lo que posiblemente tendría efectos en el sector financiero y las cuentas fiscales. En 2013, los riesgos para el crecimiento y la inflación se inclinan, en general, al alza: el repunte en el sector agrícola podría ser más fuerte de lo previsto actualmente, y la actividad no agrícola podría crecer a un ritmo más rápido gracias a una fuerte expansión de la demanda interna —lo que daría lugar a mayores presiones inflacionarias— aunque este ritmo podría verse moderado por un crecimiento mundial más bajo.
- *Sector financiero.* La contracción de la agricultura en 2012 y los subsiguientes efectos sobre el resto de la economía podrían dar lugar a un aumento de los préstamos en mora, aunque este riesgo parece limitado dado que los agricultores tienen amplios márgenes de maniobra derivados de las utilidades muy elevadas obtenidas en los últimos años. Los bancos mantienen niveles de colchones de capital y reservas contra pérdidas relativamente sólidos, y deberían poder hacer frente a un incremento moderado de los préstamos en mora. El crédito al sector privado creció rápidamente en los últimos años, pero los riesgos para la estabilidad financiera derivados de una burbuja del crédito se han reducido últimamente, dada la marcada desaceleración del crecimiento del crédito y el fortalecimiento de los márgenes de maniobra del sector bancario. La posibilidad de que los depósitos del sector público mantenidos en los bancos comerciales puedan transferirse a un banco estatal constituye un riesgo para la estabilidad financiera, dado que esto afectaría bruscamente las fuentes de financiamiento de los bancos privados y la distribución de la liquidez dentro del sistema financiero.

⁸ Véase “Temas Seleccionados”, Capítulo II.

- *Cuentas fiscales.* Con las elecciones generales previstas para 2013 y las continuas presiones para aumentar el gasto, a corto plazo dominan los riesgos a la baja, sobre todo dada la capacidad del Congreso paraguayo de incrementar independientemente los gastos. Una posición fiscal más laxa podría dar lugar un mayor déficit de la cuenta corriente externa y a una inflación más alta, y a una mayor depreciación del tipo de cambio, lo que podría generar una segunda ronda de presiones inflacionarias.

13. Los riesgos a mediano plazo se derivan principalmente de las condiciones externas (Anexo 1). Estos riesgos incluyen una fuerte disminución de los precios de las materias primas y un debilitamiento considerable de la demanda externa⁹. En este momento, el personal técnico considera que estos riesgos son de nivel bajo a mediano. Sin embargo, si se materializaran, tendrían un impacto significativo en la economía de Paraguay, que es muy abierta y dependiente de las materias primas. En este escenario, la cuenta corriente externa se debilitaría, y el guaraní podría verse sometido a importantes presiones. Esto tendería a empujar al alza la inflación, aunque el debilitamiento de la actividad económica contrarrestaría parcialmente estas presiones. La actividad económica se vería ampliamente afectada, lo que ejercería una fuerte presión sobre el sistema financiero dado que el sector no agrícola tiene márgenes de maniobra más débiles. Estos riesgos ponen de relieve la importancia de avanzar en el fortalecimiento de los márgenes de maniobra del sector financiero, mejorando al mismo tiempo la regulación y la supervisión bancaria. Los riesgos fiscales también se inclinan a la baja, dadas las facultades del Congreso y su tendencia a elaborar presupuestos expansivos.

DIÁLOGO DE POLÍTICA ECONÓMICA

14. Temas centrales de la consulta. La consulta de 2012 se centró en i) las políticas macroeconómicas y financieras necesarias para mantener la estabilidad en un contexto de choques de oferta; ii) cómo mejorar el sistema impositivo para lograr un aumento de los ingresos que contribuya a financiar un mayor gasto en necesidades sociales básicas y de infraestructura; y iii) el fomento del crecimiento a largo plazo y otros temas estructurales.

15. Implementación de las recomendaciones previas del FMI en materia de política . En la consulta del Artículo IV de 2011 (FMI, Informe del País No. 11/238) se destacó que las políticas

⁹ Véase "Temas Seleccionados", Capítulo II.

de corto plazo deberían orientarse a moderar las presiones de demanda interna y retomar una trayectoria de crecimiento más equilibrado, con el fin de reducir la inflación, limitar el déficit de la cuenta corriente externa y preservar la estabilidad financiera. También se subrayó la necesidad de avanzar en la implementación de reformas estructurales en los sectores monetario, fiscal y financiero. Se han logrado avances en algunos de estos ámbitos, pero la implementación ha quedado rezagada en otros. En particular, una política monetaria más restrictiva ha ayudado a moderar el crecimiento de la demanda interna y reducir la inflación, en el contexto de una sustancial desaceleración del crecimiento del crédito (párrafos 2-3) También se ha avanzado en la reforma del sector financiero (párrafo 7 y recuadro 5) y en el fortalecimiento del marco monetario (recuadro 6), pero deberían adoptarse nuevas medidas. Los avances han sido más lentos en las reformas fiscales (por ejemplo, el marco fiscal y la reforma tributaria), lo que en el caso de la política tributaria refleja en gran medida la falta de una mayoría del gobierno en el Congreso.

A. Políticas macroeconómicas y del sector financiero en el corto plazo

16. *Las políticas deberían centrarse en mantener la inflación en un nivel compatible con la meta oficial y el déficit de la cuenta corriente externa bajo control, protegiendo al mismo tiempo la estabilidad financiera.* La actual combinación de políticas respalda la actividad económica y es congruente, en líneas generales, con el logro de la meta de inflación fijada por el BCP para 2012. Dada la naturaleza del choque que sacude a la economía paraguaya este año, existen límites en cuanto a lo que pueden hacer las políticas macroeconómicas para amortiguar sus efectos sobre el nivel de actividad. Las autoridades coincidieron en que poco pueden hacer las políticas para mitigar el impacto directo de la sequía en la agricultura, y deberían reaccionar únicamente en la medida en que existan efectos de derrame al resto de la economía, y siempre que la dinámica de la inflación lo permita. A fin de limitar los riesgos para la estabilidad financiera es necesario monitorear de cerca el crecimiento del crédito, reforzando aún más la regulación y la supervisión, y fortaleciendo los márgenes de maniobra del sector financiero.

17. *La misión recomendó evitar un mayor relajamiento de la política monetaria y estar prestos a endurecerla si se revierte la dinámica de la inflación.* La tasa de política monetaria se encuentra por debajo de su nivel neutral. Esto parece compatible, en líneas generales, con la brecha negativa del producto no agrícola y con el logro de la meta de inflación fijada por el BCP para 2012, dado que la inflación de alimentos seguirá siendo moderada. Las tasas de interés

podrían reducirse aún más si hay señales claras de que el crecimiento del sector no agrícola es más débil de lo previsto o de que la demanda externa se está reduciendo significativamente, y si la dinámica de la inflación subyacente muestra señales claras de que se está moderando. El personal técnico también señaló que las presiones inflacionarias probablemente aumentarán a medida que se acerque 2013, una vez que se levanten las restricciones a la exportación de carne y que se recupere la actividad económica. El BCP debería estar dispuesto a aplicar consecuentemente una política monetaria más restrictiva para mantener la inflación en un nivel compatible con la meta. Las autoridades estuvieron de acuerdo con esta evaluación. En esta línea, en su último comunicado de política económica, el BCP indicó apropiadamente que la tasa de política monetaria había llegado a su nivel mínimo en el ciclo actual de reducción y transmitió la señal de que las tasas aumentarán hacia el cuarto trimestre de 2012.

18. *Hay margen para una mayor flexibilidad del tipo de cambio.* El personal técnico hizo hincapié en que la intervención cambiaria debería limitarse a los casos en que sea necesario hacer frente a una volatilidad excesiva y evitar movimientos desordenados del mercado cambiario¹⁰. La misión señaló que, en la coyuntura actual, una cierta depreciación del tipo de cambio ayudaría a mitigar el impacto de la sequía en la actividad económica y en el sector externo. Con el fuerte repunte de la agricultura en 2013, podrían surgir presiones para permitir el fortalecimiento del guaraní. A la vez consideró que una intervención en el mercado cambiario podría ser apropiada en ese contexto para suavizar los movimientos pronunciados del tipo de cambio, el personal técnico subrayó la importancia de no ir en contra de la tendencia y dejar que el tipo de cambio desempeñe su papel para contener las presiones inflacionarias.

19. *El personal técnico recalcó la importancia de mejorar la gestión de liquidez.* El exceso de liquidez es un problema estructural en Paraguay, lo que complica la implementación de la política monetaria y limita su eficacia. Esto es especialmente relevante en un contexto en que el BCP avanza hacia un régimen de metas de inflación. El BCP ha tratado de resolver este problema fomentando el mercado interbancario. Al respecto, el personal técnico alentó a las autoridades a adoptar encajes legales promedio lo antes posible. El BCP indicó que implementará este cambio más adelante este año, una vez que se haya establecido el nuevo sistema de pagos (véase el párrafo 29). El personal técnico también indicó que el BCP debería considerar la emisión de bonos de largo plazo para absorber liquidez si reaparecen fuertes

¹⁰ En el capítulo I del documento "Temas seleccionados" se presentan datos recopilados a nivel internacional que muestran otros posibles beneficios de la flexibilidad del tipo de cambio en las economías emergentes.

repuntes inesperados, dado que depender de las operaciones cambiarias puede tener consecuencias no buscadas sobre el tipo de cambio (véase el párrafo 5). En este contexto, el personal técnico también instó a las autoridades a mejorar la comunicación y la coordinación entre el BCP y el Ministerio de Hacienda para evitar fuertes variaciones inesperadas de los depósitos del sector públicos mantenidos en el banco central.

20. *Hubo acuerdo en la necesidad de evitar la aplicación de una política fiscal aún más laxa en 2012 y de comenzar a retirar el estímulo fiscal el próximo año.* La política fiscal ya está proporcionando un fuerte estímulo a la economía este año. Las autoridades coincidieron en que un estímulo adicional podría socavar la capacidad del banco central para cumplir la meta de inflación, aumentando al mismo tiempo el déficit de la cuenta corriente externa. También estuvieron de acuerdo con la misión en cuanto a la necesidad de iniciar el retiro del estímulo el próximo año, a la vez que señalaron que podría ser difícil llevar a cabo esta tarea dado que 2013 es un año de elecciones. El equipo también destacó la importancia de proteger los márgenes de maniobra fiscal establecidos en los últimos años, e indicó que si resulta que la actividad económica es considerablemente más débil de lo previsto, la primera línea de defensa debería ser la política monetaria. El personal técnico subrayó que el considerable aumento permanente de los salarios del sector público este año desplazará gastos de capital necesarios, obstaculizando así una mejor asignación de los escasos recursos presupuestarios.

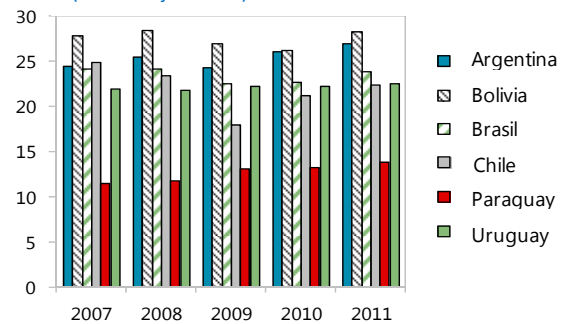
21. *Hay margen para mejorar el monitoreo del sector financiero y el uso de los instrumentos macroprudenciales.* En la actualidad, existen importantes vacíos de información con respecto al descalce de monedas por prestatarios, la clasificación adecuada de los préstamos por sector y vencimiento, y la evolución de los mercados inmobiliarios. El personal técnico respaldó los planes para abordar algunas de estas deficiencias (por ejemplo, la clasificación de los créditos) y señaló que es esencial adoptar medidas para subsanar estas carencias lo antes posible. Al mismo tiempo, si bien es imperfecta, la información disponible en algunos de estos ámbitos debería utilizarse para limitar los riesgos de las instituciones financieras y reforzar los márgenes de maniobra. La misión recomendó avanzar en la implementación de los planes para aumentar las provisiones para los préstamos en moneda extranjera, y alentó a las autoridades a evaluar el uso de otras medidas similares, como el aumento de los requisitos de capitalización en relación con estos préstamos. La misión también respaldó los planes de las autoridades para adoptar provisiones dinámicas.

22. El tipo de cambio no parece estar fundamentalmente desalineado (Recuadro 3). Las estimaciones de la misión basadas en el CGER y los indicadores de la competitividad externa parecen indicar que el guaraní estaba sobrevaluado en menos de 10% a finales de 2011. Todas las metodologías utilizadas apuntan consistentemente a una sobrevaluación cercana a esa magnitud.

B. Mejoramiento del sistema tributario

23. Paraguay necesita elevar la presión tributaria para mejora la infraestructura básica, fortalecer los indicadores sociales y reducir la pobreza. Si bien los ingresos tributarios han aumentado a un ritmo sólido en los últimos años, la presión fiscal se mantiene en uno de los niveles más bajos de América Latina, y es muy inferior a la de los países vecinos. La falta de recursos públicos es uno de los principales factores que explican las importantes deficiencias básicas en infraestructura, lo que, a su vez, frena el crecimiento a largo plazo. Al mismo tiempo, el modesto nivel del gasto social contribuye a un nivel de desarrollo humano relativamente bajo y a la alta incidencia de la pobreza¹¹. El aumento del gasto social y en educación podría ayudar a avanzar en estos ámbitos, lo que también sería beneficioso para el crecimiento económico de largo plazo. En este contexto, y tomando como base el reciente asesoramiento de asistencia técnica, la misión respaldó los planes de reforma tributaria existentes y formuló diversas recomendaciones para incrementar los ingresos fiscales, mejorando al mismo tiempo la equidad tributaria.

Razón tributaria
(Porcentaje del PIB)



24. El personal técnico respaldó los esfuerzos de las autoridades para implementar el impuesto sobre la renta personal (IRP). El IRP se aprobó originalmente en 2004 pero su implementación ha sido aplazada varias veces por el Congreso. Las perspectivas de implementación de este impuesto en el corto plazo han mejorado considerablemente tras su aprobación en la cámara baja del Congreso a principios de mayo. Se prevé que el Senado considerará el proyecto de ley próximamente, y se espera que el resultado sea favorable. Hubo

¹¹ Paraguay ocupa el puesto 107 (de 197 países) en el índice de desarrollo humano elaborado por las Naciones Unidas. La pobreza afectaba al 35% de la población en 2010.

acuerdo en que, si bien la ley actual del IRP presenta varias deficiencias, es importante implementarla lo antes posible. El IRP no solo aumentará los ingresos fiscales y la equidad tributaria —aunque marginalmente en el corto plazo— sino que también contribuirá a reducir la informalidad. Las autoridades también coincidieron en que, de cara al futuro, sería importante trabajar para mejorar el IRP con el fin de reforzar sus características de impuesto sobre la renta, limitando las deducciones excesivamente generosas.

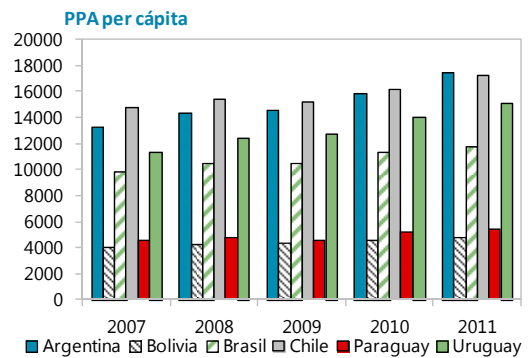
25. *El personal técnico también recomendó mejorar la tributación agrícola.* A pesar de que representa más de 20% del PIB, la proporción de los ingresos fiscales del sector agrícola es insignificante. La misión respaldó los cambios introducidos recientemente a la tributación agrícola, incluidas las medidas para limitar los créditos del IVA contra el impuesto a la renta de las actividades agropecuarias (IMAGRO) y para ampliar la base del IMAGRO. El personal técnico respaldó los planes legislativos para, entre otros objetivos, extender el IMAGRO a las cooperativas y limitar las deducciones excesivamente generosas. El personal técnico subrayó que hay espacio para recortar aún más las deducciones, eliminar las lagunas tributarias y unificar los diversos regímenes tributarios vigentes en el sector. Recomendó no introducir impuestos sobre las exportaciones (actualmente se encuentra en el Congreso un proyecto de ley promovido por algunos legisladores a título individual, que tiene pocas posibilidades de ser aprobado); en cambio, recomendó adoptar un impuesto a las ventas de productos agrícolas que se aplicará en la primera fase de la cadena de transacciones y a una tasa baja.

26. *Hay margen para aumentar la tributación en el sector financiero.* Se considera que la tributación en este sector es baja, debido a las exenciones y a la tasa reducida del IVA (5%, en comparación con la tasa general de 10%). Tomando como base la reciente asesoría de asistencia técnica, la misión recomendó aumentar progresivamente (en un punto porcentual anual) el IVA sobre las transacciones financieras hasta el nivel de la tasa general. También recomendó ampliar el impuesto sobre la renta de las sociedades al sector de cooperativas, y eliminar las exenciones a los intereses y las ganancias de capital provenientes de las tenencias de títulos de deuda pública. Las autoridades estuvieron de acuerdo con estas recomendaciones.

C. Crecimiento de largo plazo y otras cuestiones estructurales

27. *Hay margen para lograr un mayor crecimiento de largo plazo.* El crecimiento potencial de Paraguay se estima en alrededor de 4.5%, tasa que coincide en general con los niveles regionales. Sin embargo, el ingreso per cápita de Paraguay es mucho más bajo que el de los países vecinos, lo que indica que existe margen para aumentar las tasas de crecimiento

potencial. Esto requeriría elevar la tasa de inversión (que es baja en comparación con los niveles regionales) y mejorar la competitividad y la productividad. La misión señaló algunas limitaciones clave que frenan el crecimiento en el país y que están relacionadas con deficiencias en materia de infraestructura, niveles relativamente bajos de capital humano, un clima de negocios débil e ineficiencias en el mercado laboral (Recuadro 4). El personal técnico alentó a las autoridades a formular una estrategia para eliminar estos obstáculos. También respaldó los esfuerzos para mejorar el monitoreo y el desempeño de las empresas públicas (incluida la promulgación de una legislación adecuada); de mantenerse en forma sostenida, estos esfuerzos podrían aumentar la eficiencia global y contribuir a eliminar los obstáculos que frenan el crecimiento a largo plazo¹².



28. Las autoridades tienen previsto reformas al sistema de pensiones. El sistema público de pensiones actual está compuesto de una variedad de regímenes basados en prestaciones definidas, cada uno de los cuales está regulado por su propia ley y algunos de ellos están destinados a profesiones específicas. Estos regímenes cubren menos del 20% de la población en edad de trabajar. Aunque el sistema como un todo genera un pequeño superávit de caja, debido a las diferencias paramétricas, algunos regímenes de pensiones registran importantes déficits de flujo de caja que el gobierno central tiene que cubrir. Los datos sobre los activos y pasivos del sistema no son completos, debido en parte a las pocas exigencias de reporte. La misión subrayó la necesidad de llevar a cabo una evaluación actuarial adecuada de los regímenes de pensiones existentes. También respaldó los planes previstos para subsanar otras deficiencias, mediante la aplicación de medidas como la homogenización y el fortalecimiento de la regulación y la supervisión del sistema, para lo cual las autoridades tienen previsto crear una superintendencia de pensiones con el apoyo del Banco Mundial. Los planes de las autoridades también incluyen una reforma más amplia para establecer un sistema de pensiones moderno e integral basado en los principios de sostenibilidad y portabilidad. El proyecto también tiene por objetivo reducir los pasivos contingentes.

¹² En Paraguay hay 9 empresas de propiedad estatal, incluyendo en servicios de abastecimiento de agua, telecomunicaciones, cemento, distribución de petróleo, puertos y aeropuertos. El desempeño financiero de la mayoría de estas empresas ha mejorado en los últimos años, gracias al fortalecimiento del monitoreo y al mejoramiento de la gestión. Al mismo tiempo, la información sobre su desempeño es ahora divulgada al público.

29. La reforma del sector financiero está avanzando en algunos ámbitos en línea con las recientes recomendaciones formuladas en el marco del FSAP (Recuadro 5). El personal técnico respaldó los avances logrados en el marco del programa para reforzar la regulación y la supervisión de las cooperativas, y en la creación de una red de seguridad financiera para el sector. Sin embargo, no se ha avanzado mucho en otros ámbitos de este sector, especialmente en la reforma de la gobernanza. La misión respaldó los planes adoptados para implementar un nuevo sistema de pagos a finales de este año. También respaldó las discusiones en curso para establecer un comité de alto nivel para reforzar la cooperación y la coordinación entre los reguladores. Las autoridades explicaron que los planes para reformar la legislación bancaria y del BCP probablemente avanzarán con mayor lentitud, dado que requieren un fuerte apoyo en el congreso, donde el gobierno actual no tiene mayoría. Estas reformas facilitarán la actualización de los requisitos prudenciales para los bancos y respaldarán una supervisión basada en riesgos más eficaz. Esto incluirá alinear plenamente con los estándares internacionales la definición de capital y la clasificación de préstamos.

30. El BCP sigue avanzando en el proceso de adopción de un régimen de metas de inflación (recuadro 6). En 2011 las autoridades anunciaron su intención de adoptar este régimen, y estimaron que dicho proceso concluiría antes de finales de 2013. La misión apoyó las medidas adoptadas por el BCP para respaldar este proceso, incluida la adopción de una tasa a 14 días como tasa de política monetaria, la elaboración de un informe semestral sobre inflación y la mejora de las comunicaciones. La misión alentó al BCP a seguir avanzando en la implementación de las recomendaciones formuladas por la reciente misión de asistencia técnica del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital en los ámbitos relacionados con el marco y las operaciones monetarias, la elaboración de pronósticos y la gestión de la liquidez, así como las operaciones cambiarias. El equipo también reiteró su recomendación de recapitalizar el banco central implementando la ley de recapitalización de 2010¹³.

EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO

31. La grave sequía dará lugar a una contracción en 2012, pero se prevé que la economía repuntará fuertemente el próximo año. Se proyecta que el PIB se reducirá 1.5% este año, debido a una disminución de la actividad en el sector agrícola. Aunque el crecimiento de la

¹³ La preocupación en torno al costo financiero para el Tesoro parece haber sido el factor principal en la demora de la recapitalización del BCP.

demanda interna ha disminuido en relación con los altos niveles alcanzados en 2011, seguirá siendo robusto, en consonancia con el alto nivel de confianza. Ahora que la sequía ha terminado y que se han adoptado políticas de estímulo, el crecimiento probablemente se reactivará en el segundo trimestre y se acelerará en el segundo semestre del año. El sector no agrícola crecería a un ritmo cercano a su potencial, aunque la brecha del producto seguirá siendo negativa. El próximo año, el PIB crecería a un ritmo de 8.5% en la medida que las condiciones meteorológicas vuelvan a la normalidad y la agricultura se recupere.

32. *La mezcla actual de políticas parece adecuada en general para 2012.* La posición de la política monetaria sigue ofreciendo estímulo, con una tasa de política monetaria inferior a su nivel neutral que apuntala el robusto crecimiento del crédito. La política fiscal está proporcionando un fuerte estímulo a la actividad, con un impulso superior al 3% del PIB no agrícola. Esta combinación de políticas es congruente, en líneas generales, con el cumplimiento de la meta de inflación fijada por el BCP para 2012 (5%) y ayudará a contrarrestar el impacto de la sequía en el sector no agrícola. Sin embargo, el personal técnico considera que el aumento permanente de los salarios del sector público este año desplazará la inversión necesaria en este sector, lo que impedirá una asignación más eficaz de los escasos recursos presupuestarios. Con respecto a la política cambiaria, la fuerte intervención en los mercados cambiarios en el primer trimestre de 2012 parece haber evitado la depreciación del guaraní, que también habría contribuido a mitigar los efectos de la sequía.

33. *Es importante no relajar aún más las políticas, y estar prestos a adoptar políticas más restrictivas si reaparecen las presiones inflacionarias.* Con el PIB no agrícola cercano su nivel potencial, la aplicación de nuevas medidas de estímulo monetario y fiscal probablemente avivará las presiones inflacionarias y aumentará el déficit de la cuenta corriente externa. Al mismo tiempo, si aparecen señales claras de que el crecimiento en el sector no agrícola es más débil de lo previsto, la política monetaria deberá ser la primera línea de defensa. De cara al futuro, dado que se prevé que se revertirá la reciente caída de los precios de la carne una vez que se levanten las restricciones a las exportaciones, y dado que se espera una recuperación vigorosa, es probable que las presiones inflacionarias aumenten a medida que se acerque 2013. El BCP deberá estar presto a adoptar oportunamente una política monetaria más restrictiva, permitiendo al mismo tiempo suficiente flexibilidad del tipo de cambio. La política fiscal también deberá desempeñar un papel, comenzando a retirar el significativo estímulo proporcionado en 2012.

34. *El personal alienta a subsanar las importantes carencias de información en el sector financiero.* Es esencial mejorar la información sobre los descortes de monedas, la clasificación de los préstamos y los precios de los inmuebles para mejorar el monitoreo del sector financiero. Al mismo tiempo, si bien es imperfecta, debería utilizarse la información disponible sobre estos aspectos para limitar el riesgo en este sector. Al respecto, el personal técnico alienta a las autoridades a implementar planes para aumentar las provisiones para los préstamos en moneda extranjera. El personal técnico considera que la iniciativa aprobada por el congreso para transferir bruscamente los depósitos del sector público mantenidos en los bancos comerciales a un banco de propiedad estatal plantea un riesgo para la estabilidad financiera, y sugiere que deberían considerarse alternativas apropiadas.

35. *El aumento de la presión fiscal ayudaría a subsanar las importantes deficiencias en el ámbito de la infraestructura y los indicadores sociales.* En Paraguay la presión fiscal se mantiene en uno de los niveles más bajos de la región. El aumento de los ingresos tributarios ayudaría a mejorar la infraestructura básica, financiar mayores niveles de gasto social y mejorar el capital humano, así como a apoyar la reducción de la pobreza. El personal técnico apoya los esfuerzos de las autoridades para implementar el IRP lo antes posible. De cara al futuro, será importante reforzar este impuesto, limitando las deducciones excesivamente generosas. El personal técnico también recomienda mejorar la tributación agrícola, donde el nivel de las recaudaciones tributarias es muy bajo debido a las deducciones generosas y a importantes lagunas tributarias. Hay margen para aumentar la contribución tributaria del sector financiero, incluido mediante la ampliación de la base y el aumento de la tasa del IVA sobre las transacciones financieras, que es la mitad de la tasa general.

36. *Es necesario eliminar obstáculos clave que frenan el crecimiento a largo plazo.* El personal técnico considera que, dado el nivel de ingreso de Paraguay, hay margen para lograr un mayor crecimiento a largo plazo. El crecimiento se ve obstaculizado, en particular, por grandes deficiencias de infraestructura, los niveles relativamente bajos de capital humano y un clima de negocios débil. También podría mejorar la eficiencia de los sectores en que las empresas públicas tienen una fuerte presencia. Al respecto, el personal técnico respalda los esfuerzos de las autoridades para mejorar el monitoreo y el desempeño de las empresas públicas, y alienta a las autoridades a consolidar los avances recientes, incluido mediante la promulgación de legislación adecuada.

37. *El personal técnico respalda los progresos realizados en el ámbito de las reformas estructurales del sector financiero y alienta a las autoridades a avanzar en la agenda de reformas.* El programa para reforzar la regulación y la supervisión y establecer una red de seguridad para las cooperativas ya está en marcha. Su plena implementación reforzará el sector y el sistema financiero en general. El personal técnico respalda la próxima implementación de un nuevo sistema de pagos, y alienta a las autoridades a establecer a la brevedad un comité de alto nivel de reguladores. Es importante implementar lo antes posible las reformas de la legislación bancaria y del BCP a fin de respaldar una supervisión basada en riesgos más eficaz y alinear plenamente las regulaciones prudenciales con los estándares internacionales. Por último, el personal técnico respalda los planes de reforma del sistema de pensiones, que incluyen el fortalecimiento de su regulación y supervisión.

38. *Los esfuerzos desplegados por las autoridades para respaldar el régimen de metas de inflación son positivos, pero será necesario seguir trabajando para configurar un régimen completo.* Recientemente, el BCP ha tomado varias medidas importantes para respaldar este proceso, como el establecimiento de una tasa única de política monetaria y la publicación de informes semestrales de política monetaria. También será necesario progresar en otros ámbitos, como en el marco monetario y las operaciones monetarias y cambiarias, para que el BCP configure un régimen completo de metas de inflación. El cumplimiento del encaje legal mediante promedios ayudará a reducir el exceso de liquidez y favorecerá el desarrollo del mercado interbancario, mejorando el mecanismo de transmisión monetaria. La recapitalización del BCP también será importante para reforzar la política monetaria. La mejora de la comunicación y la coordinación entre el BCP y el Ministerio de Hacienda también facilitará la elaboración de pronósticos de liquidez y su gestión.

39. Se recomienda que la próxima consulta del Artículo IV se realice según el ciclo ordinario de 12 meses.

Recuadro 1. La tasa de interés real natural en Paraguay

La tasa de interés real natural (TIRN) puede utilizarse como parámetro de referencia para evaluar la orientación de la política monetaria. La evaluación implica una comparación con la tasa real de política monetaria. Si la economía se encuentra en una situación de pleno empleo y no existen fricciones financieras, la TIRN debería ser igual a la tasa de crecimiento del producto potencial y lograr el equilibrio entre el ahorro y la inversión. En la práctica, al ser una variable latente, la TIRN debe estimarse a través de varios métodos y puede diferir del crecimiento potencial. En este recuadro se presentan dos métodos alternativos para estimar la TIRN en Paraguay. Estos dos métodos se basan en la teoría económica: uno se deriva del modelo de suavización del consumo con una tasa real libre de riesgo, y otro se basa en la condición de paridad descubierta de tasas de interés (UIP, por sus siglas en inglés).

El modelo parametrizado de consumo con una tasa libre de riesgo parece indicar que la TIRN en Paraguay sería de alrededor de 3,8%. En este modelo, que en la versión considerada incluye la persistencia de hábitos, la TIRN es una función lineal de la tasa esperada de crecimiento de largo plazo del producto, su volatilidad y algún indicador de la aversión al riesgo¹. Siguiendo la literatura existente, se utilizan factores de descuento de entre 0,97 y 0,99 y coeficientes de aversión relativa al riesgo del rango de 1,0–2,0. Según estos supuestos, la TIRN en Paraguay se situaría entre 2,2 y 5,4, con un valor promedio de 3,8, nivel inferior al crecimiento del producto potencial estimado de 4.5%.

Las estimaciones basadas en la condición de UIP parecen indicar una TIRN de alrededor de 3%. Según la condición de paridad de tasas de interés, la tasa de interés doméstica debería ser igual a la tasa de interés internacional más/menos la tasa de depreciación/apreciación prevista de la moneda nacional y el riesgo-país y/o de tipo de cambio². En este modelo se estima la TIRN de Paraguay para diferentes tasas de apreciación esperadas. Esto se basa en que un país como Paraguay normalmente debería experimentar un crecimiento de la productividad y aumentar su riqueza. Se supone que la productividad en el sector de bienes transables en relación con el sector de bienes no transables crece a un ritmo similar en Paraguay en comparación con el resto del mundo. Sobre esta base, se considera que la apreciación real a largo plazo es de entre cero y 1% anual. Para esta gama de valores, se estima que la TIRN se sitúa entre 2,5% y 3,5%, con un promedio del 3,0%.

Paraguay: TIRN con hábitos de consumo			
Factor desc.	Coef. de aversión rel. al riesgo		
	1.0	1.5	2.0
0.970	4.23	4.82	5.41
0.975	3.72	4.31	4.90
0.980	3.20	3.80	4.39
0.985	2.69	3.29	3.88
0.990	2.19	2.78	3.37

¹ Específicamente, $\ln R_t = r_t = -\ln\beta + \gamma \ln \Delta y_{t+1} - \left(\frac{\gamma^2}{2}\right) \text{Var}(\Delta \ln y_{t+1})$, donde r es la TIRN, β la tasa de descuento, γ la aversión al riesgo y y el producto. Si añadimos persistencia de hábitos de consumo, se convierte en $\ln R_t = r_t = -\ln\beta + \gamma g - \frac{1}{2}\gamma(1-\varphi)$, donde g es la tasa de crecimiento de largo plazo y φ es la ponderación del consumo en el pasado en la formación de hábitos.

² Específicamente, $i = i^* + e + \rho$, donde i es la tasa de interés (un asterisco denota internacional), e es la tasa de depreciación prevista, y ρ la prima de riesgo/cambiaria. El experimento considera una inflación de largo plazo en Estados Unidos de 2%, una meta de inflación de Paraguay de 5%, una prima de riesgo país de 3.5%, una prima cambiaria de 2%, y una TIRN de 2% en Estados Unidos.

Recuadro 2. Flexibilidad del tipo de cambio en Paraguay

Los flujos en moneda extranjera ejercen presión sobre el tipo de cambio. Las autoridades pueden permitir que el tipo de cambio fluctúe libremente a la par que los flujos en moneda extranjera, o pueden optar por resistir estas presiones interviniendo en el mercado cambiario y modificando el nivel de las reservas internacionales netas. El grado en que se resistan estas presiones determina el grado de flexibilidad de un régimen cambiario. En un régimen puramente flexible, toda la carga del ajuste recae en el tipo de cambio, sin intervención de las autoridades ni variación de las reservas. En un régimen de tipo de cambio puramente fijo, por el contrario, el tipo de cambio no varía, dado que la acumulación de reservas absorbe los flujos en moneda extranjera. Sin embargo, en la práctica, la mayor parte de los regímenes cambiarios se encuentran entre estos dos extremos. La flexibilidad del tipo de cambio mejora la transmisión de la política monetaria y ayuda a la economía a absorber los shocks.

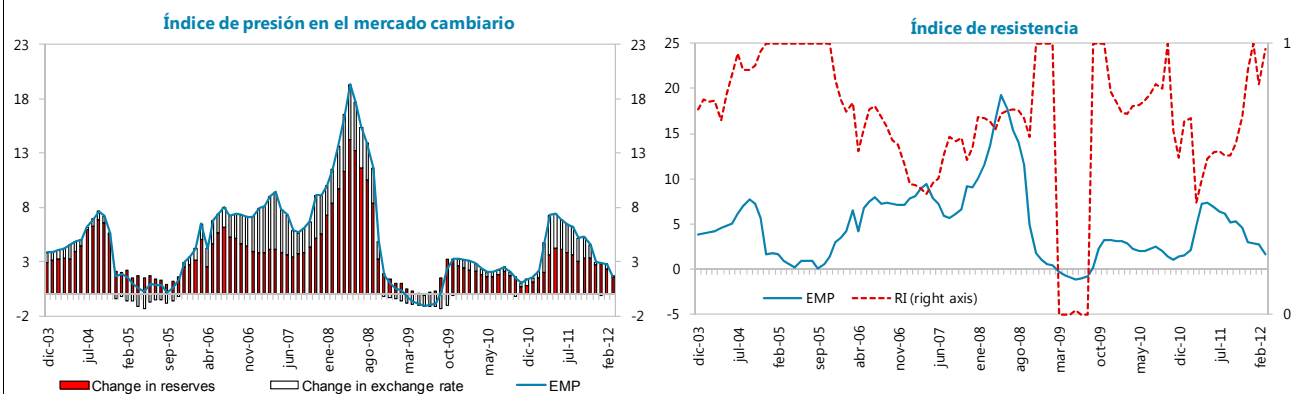
Para calcular sistemáticamente las presiones cambiarias y el grado de resistencia del BCP a estas presiones, se construyen dos indicadores: i) un índice de las presiones en el mercado cambiario (EPM), y ii) un índice de resistencia (RI). Este último es un indicador de la flexibilidad del tipo de cambio. El índice EPM es una combinación de las variaciones del tipo de cambio y las variaciones de las reservas internacionales netas, normalizadas por la desviación estándar de cada variable:

$$\Delta e_t = \frac{e_t - e_{t-12}}{e_{t-12}}, \quad \Delta res_t = \frac{NFA_t - NFA_{t-12}}{MB_{t-12}}, \quad \text{and } EMP_t = \frac{1}{\sigma_{\Delta e_t}} \Delta e_t + \frac{1}{\sigma_{\Delta res_t}} \Delta res_t$$

donde e_t es el tipo de cambio en el mes t , medido en dólares de EE.UU. por guaraní; NFA_t es el saldo de activos externos netos en el BCP al final del mes t ; y MB_t el saldo de la base monetaria en el mes t . $\sigma_{\Delta e_t}$ ($\sigma_{\Delta res_t}$) es la desviación estándar de doce meses de la variación porcentual del tipo de cambio (reservas) que termina en el período t . El RI se normaliza en el rango 0-1 (cero en el caso del régimen puramente flexible, uno en el del régimen de tipo de cambio fijo) y representa la proporción de las presiones en el mercado cambiario que el banco central no permite que se transmitan al tipo de cambio:

$$RI_t = 1 - \left[\left(\frac{\Delta e_t}{\sigma_{\Delta e_t}} \right) / EMP_t \right] = \left[\left(\frac{\Delta res_t}{\sigma_{\Delta res_t}} \right) / EMP_t \right]$$

El BCP ha tendido a resistir las presiones en el mercado cambiario en los últimos años. Esta resistencia creció durante la mayor parte de 2007–08 debido al fuerte aumento de las presiones de apreciación de la moneda. La resistencia ligeramente menor hacia finales de 2010 y parte de 2011, que también fue un período de apreciación, parece haber ayudado a contener la inflación. La resistencia volvió a aumentar en el primer trimestre de 2012 al aumentar las presiones hacia una apreciación de la moneda. Especialmente desde finales de 2011, el BCP ha resistido casi completamente a las presiones en el mercado cambiario en un contexto de shocks negativos de la oferta (sequía y fiebre aftosa) que habrían podido requerir la depreciación del guaraní. En general, medida por el RI, la flexibilidad del tipo de cambio se redujo en Paraguay en el último año, invirtiéndose la tendencia iniciada a finales de 2009.



Recuadro 3. Evaluación del tipo de cambio en Paraguay

Según las estimaciones del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER), el guaraní estaba sobrevaluado en alrededor del 9% a finales de 2011. El guaraní se apreció un 14% en términos efectivos reales en 2011, debido a un fortalecimiento nominal moderado y a una tasa de inflación superior a de los socios comerciales de Paraguay. Esto se vio compensado parcialmente por las mejoras de los fundamentos económicos a mediano plazo, especialmente el déficit en cuenta corriente, la posición en activos externos netos y los términos de intercambio.

Otros métodos parecen indicar un grado similar de sobrevaluación. El personal técnico también evaluó el nivel del guaraní utilizando dos indicadores adicionales de competitividad externa: los precios relativos y la participación de mercado de los productos primarios de Paraguay en los principales mercados exportadores¹. Las variaciones de las participaciones de mercado se miden a través de la evolución del coeficiente de sustitución de los productos paraguayos frente a los productos nacionales vendidos en los mercados de exportación. Estos indicadores se comparan con sus respectivos niveles de mediano plazo. La metodología indica que el guaraní estaba sobrevaluado en más del 9% a finales de 2011. Se observó que la correlación entre estos dos indicadores de competitividad externa era alta (-77%). Esto es lógico dado que las exportaciones de Paraguay son materias primas fáciles de sustituir, con una demanda muy sensible a las variaciones de los precios relativos.

Competitividad de los Precios Externos

(Porcentajes, desviación de la media 2003-2012)



Fuentes: Haver, BCP, y cálculos del personal técnico del FMI.

Competitividad del Volumen Externo

(Porcentajes, desviación de la media 2005-2011)



Fuentes: Haver, BCP, y cálculos del personal técnico del FMI.

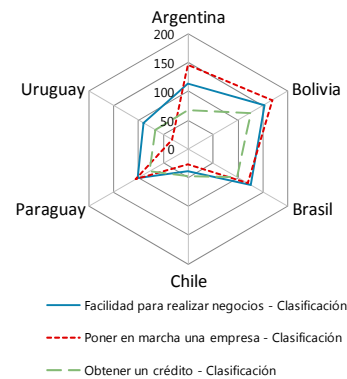
¹ Estos mercados comprenden Brasil, Argentina, Uruguay, Chile, Rusia, Alemania y Suiza, y representan el 72% de las exportaciones paraguayas. Los productos primarios considerados representan el 85% de las exportaciones registradas de Paraguay.

Recuadro 4. Limitaciones al crecimiento a largo plazo

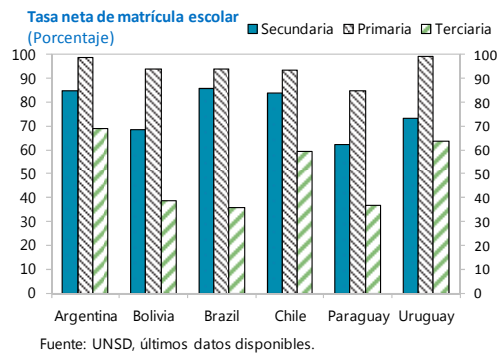
Las perspectivas de crecimiento de largo plazo en Paraguay mejorarían si relajaran algunos obstáculos ciertos ámbitos clave:

- Inversión e infraestructura básica.** El nivel de inversión (inferior al 19% del PIB) es bajo en comparación con los niveles regionales. En particular, existen importantes deficiencias en infraestructura básica (por ejemplo, puertos, transporte fluvial, servicios públicos, carreteras), que aumentan los costos de producción y frenan el crecimiento. Podrían utilizarse las asociaciones público-privadas como mecanismo para respaldar mejoras en infraestructura, evaluando detenidamente las contingencias fiscales relacionadas con las mismas. Al mismo tiempo, la aplicación de reformas para mejorar la eficiencia, la transparencia y la rendición de cuentas en las principales empresas estatales (cemento, servicios públicos) ayudaría a mitigar los cuellos de botella en el ámbito de la infraestructura, reduciendo al mismo tiempo los pasivos fiscales contingentes.
- Competitividad y facilidad para hacer negocios.** Paraguay ocupa el puesto 102 de la clasificación de 183 países elaborada por el Banco Mundial (*Ease of Doing Business*). Un clima de negocios débil se traduce en mayores costos y probablemente desalienta la inversión privada, especialmente del extranjero.

Hacer negocios en América Latina en 2012



- Desarrollo del capital humano.** Los estudios muestran que el rendimiento marginal de la educación en Paraguay se encuentra entre los más elevados de América Latina¹. Esto refleja en gran medida la escasez relativa del capital humano en el país. Los indicadores de escolarización son bajos en comparación con otros países vecinos. Para mejorar el capital humano es necesario aumentar el nivel de escolarización, lo que además de ayudar a aumentar la productividad, podría atraer un mayor volumen de flujos de inversión extranjera directa (y de mayor valor agregado), reduciendo al mismo tiempo la desigualdad y la pobreza.



- Mercados de trabajo.** Paraguay se encuentra en un nivel relativamente bajo en comparación con otros países en materia de instituciones del mercado de trabajo, lo que aumenta los costos de producción y daña la competitividad. Según datos del Banco Mundial, la baja calificación de Paraguay en la clasificación internacional se debe a las siguientes características del mercado de trabajo: i) una relación alta entre el salario mínimo y el valor agregado promedio por trabajador, ii) importantes obstáculos a la contratación y al despido de empleados, y iii) un sustancial rigidez de los horarios. Para poner en perspectiva estas problemas, cabe señalar que el salario mínimo en Paraguay corresponde a alrededor de la mitad del valor agregado promedio, frente a un promedio de 32% en América Latina. Los días de vacaciones anuales pagadas —30 después de 10 años de servicio— superan en alrededor de una tercera parte a la norma regional. Además, los plazos de preaviso por despido o supresión del puesto (unas 7 semanas y media de salario) representan más del doble del promedio regional.

¹ Véase BID (2008), "Growing Pains. Binding constraints to Productive Investment in Latin America", Washington, D.C.

Recuadro 5. Estado de aplicación de las principales recomendaciones del programa de evaluación del sector financiero (FSAP) de 2010

Solidez y vulnerabilidades de las instituciones financieras

- | | |
|---|-------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> • Adoptar una definición de coeficiente de capital que se ciña al Acuerdo de Basilea (Basilea I). | Parcialmente completada |
| <ul style="list-style-type: none"> • Proceder a la introducción planeada de provisionamiento prospectivo. | Pendiente |
| <ul style="list-style-type: none"> • Mejorar el enfoque regulatorio con respecto a las operaciones renovadas, refinanciadas y reestructuradas. | En curso |

Sistemas de pagos y liquidación de valores

- | | |
|--|-----------------|
| <ul style="list-style-type: none"> • Aprobar el proyecto de ley sobre el sistema de pagos para proporcionar respaldo jurídico al nuevo sistema de pagos. | Completada |
| <ul style="list-style-type: none"> • Completar la implementación del nuevo sistema de pagos, incluido un sistema de liquidación bruta en tiempo real, un depósito de valores y una cámara de compensación automatizada. | Casi completada |

Supervisión del sector financiero

- | | |
|---|-----------|
| <ul style="list-style-type: none"> • Modificar el marco jurídico para que el BCP pueda elaborar y expedir regulaciones prudenciales y actuar con la debida discrecionalidad, proporcionando así al BCP y a la Superintendencia la flexibilidad necesaria para aplicar oportunamente una supervisión basada en riesgos y abordar los riesgos del sector bancario que vayan surgiendo. | Pendiente |
| <ul style="list-style-type: none"> • Revisar el marco jurídico para evitar suspender los efectos de las medidas correctivas del INCOOP durante las apelaciones judiciales y reforzar sus potestades para hacer cumplir las regulaciones. | Pendiente |
| <ul style="list-style-type: none"> • Alinear el marco prudencial de las cooperativas con las normas aplicables al sector bancario, en particular en lo concerniente a la adecuación del capital y el provisionamiento para las cooperativas grandes. | En curso |
| <ul style="list-style-type: none"> • Fortalecer la estructura de gobierno del INCOOP, instituyendo el nombramiento de su Directorio por el Presidente de la República conforme a criterios de idoneidad y capacidad adecuados. | Pendiente |
| <ul style="list-style-type: none"> • Crear una comisión de todos los reguladores al más alto nivel, con un mandato claro, respaldo técnico y entregas concretas para reforzar la coordinación entre reguladores y mejorar el análisis de estabilidad financiera. | En curso |

Red de seguridad financiera y marco de resolución de crisis

- | | |
|--|-----------|
| <ul style="list-style-type: none"> • Reforzar el financiamiento para contingencias del Fondo de Garantía de Depósitos a fin de contar con capacidad suficiente para la resolución de bancos de mediano a gran tamaño. | Pendiente |
| <ul style="list-style-type: none"> • Establecer un mecanismo de asistencia de liquidez para las cooperativas a fin de garantizar una asistencia de liquidez de emergencia eficaz y oportuna. | En curso |
| <ul style="list-style-type: none"> • Establecer un sistema de garantía de depósitos para las cooperativas a fin de reforzar la confianza del público en este sector. | En curso |

**Recuadro 6. Migración a un régimen de metas de inflación:
Estado de aplicación de las recomendaciones formuladas por el
Departamento de Mercados Monetarios y de Capital**

A. Marco de política monetaria

Focalizar las reuniones del Comité de Política Monetaria (CPM) en cuestiones relacionadas exclusivamente con la política monetaria, utilizando lo ocurrido en otros ámbitos solamente como aportación a las deliberaciones.	En curso
Coordinar los calendarios del CPM con la publicación de la información sobre el IPC.	Completada
Establecer un grupo de trabajo encargado de dirigir la implementación del régimen de metas de inflación en el plazo programado.	Pendiente
Focalizar las declaraciones del CPM en los movimientos de las tasas de interés de referencia del BCP.	Completada
Tratar por separado las declaraciones sobre las intervenciones en el mercado cambiario.	
Mejorar la comunicación a través del contacto periódico con los periodistas, economistas y otras partes interesadas.	En curso
Elaborar un informe prospectivo sobre la inflación para la mejorar la comunicación en materia de políticas.	Completada
Elaborar un marco de proyección formal que incluya, entre otros objetivos, examinar las implicaciones de los riesgos e incertidumbres. Integrar las proyecciones en un marco dentro de dos tipos de ciclos: un ciclo completo asociado a la publicación de las cuentas nacionales y un ciclo corto para los meses restantes.	Completada
Establecer unidades independientes para el ciclo de proyecciones, como por ejemplo: seguimiento de datos, proyecciones a corto plazo; proyecciones a mediano y largo plazo, y declaración de datos.	En curso

B. Operaciones monetarias, y pronóstico y gestión de liquidez

Permitir el cumplimiento del encaje legal mediante promedios.	Pendiente
Permitir que el encaje legal se constituya solamente en dólares para depósitos en moneda extranjera.	Completada
Recapitalizar el BCP con instrumentos negociables para, entre otros objetivos, facilitar el uso de las operaciones de reporto a fin de gestionar la liquidez a corto plazo.	Pendiente
Focalizar las medidas de política monetaria en la tasa de interés de corto plazo utilizando la tasa a 14 días como la tasa de política monetaria para simplificar el marco operativo y, eventualmente, adoptar una tasa a un día.	Completada
Mejorar el descubrimiento de precios en las subastas de los IRM con plazos superiores a 14 días y crear parámetros de referencia para elaborar una curva de rendimientos y extender la estructura de plazos de absorción de la liquidez.	En curso
Utilizar operaciones de reporto y depósito para realizar un ajuste afinado.	Pendiente
Consolidar el uso de la FLIR como facilidad permanente para complementar la gestión de liquidez a corto plazo y el cumplimiento del encaje legal mediante promedios; eliminar progresivamente la ventanilla de gestión de liquidez interbancaria.	Pendiente
Intercambiar regularmente información prospectiva con el Ministerio de Hacienda; Reducir las transacciones en el mismo día realizadas por el gobierno o el BCP a fin de reducir la volatilidad de las proyecciones de la liquidez diaria.	En curso
Elaborar proyecciones de liquidez de largo plazo basadas en la información disponible y el programa para controlar la liquidez sistémica de largo plazo.	Pendiente

C. Operaciones cambiarias

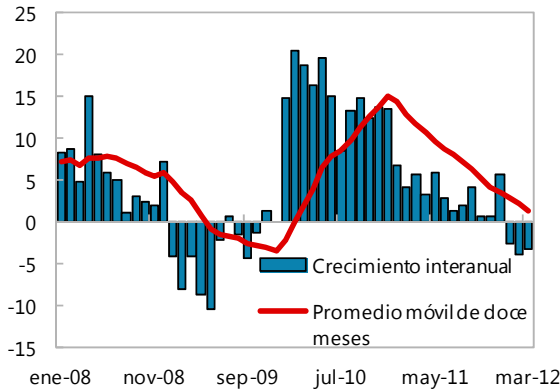
Limitar la intervención en el mercado cambiario a situaciones de volatilidad extrema o de fuertes distorsiones en el mercado. Reducir la frecuencia de las intervenciones cambiarias de manera gradual (para proporcionar un período de aprendizaje adecuado).	En curso
Reforzar la comunicación en materia de política cambiaria; comenzar a calcular la cotización interbancaria diaria (<i>fixing</i>) para el tipo de cambio.	En curso
Utilizar los informes de operaciones diarias para elaborar informes intradía y diarios.	Completada

Gráfico 1 Paraguay: Evolución del sector real

Después de alcanzar un nivel récord en 2010, el crecimiento se desaceleró fuertemente en 2011, debido a la aplicación de una política monetaria más restrictiva y a los shocks de la oferta interna. La demanda interna se mantuvo vigorosa, pero también se desaceleró. La disminución de los precios de los alimentos y el menor crecimiento de la demanda redujeron la inflación.

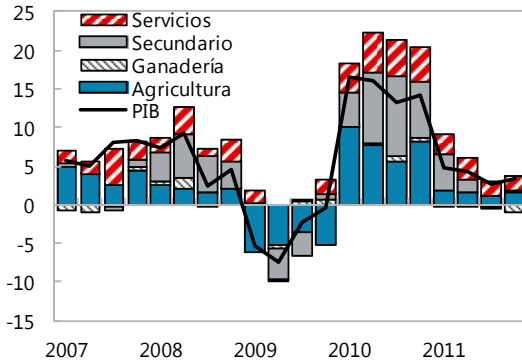
El crecimiento se desaceleró en 2011...

Índice de la actividad económica
(Porcentaje)



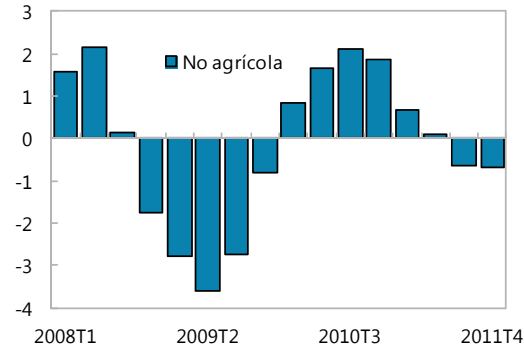
La desaceleración fue impulsada primordialmente por los sectores primario y de la construcción, que se vieron golpeados por choques de oferta.

Contribución al crecimiento del PIB por sectores
(Porcentaje)



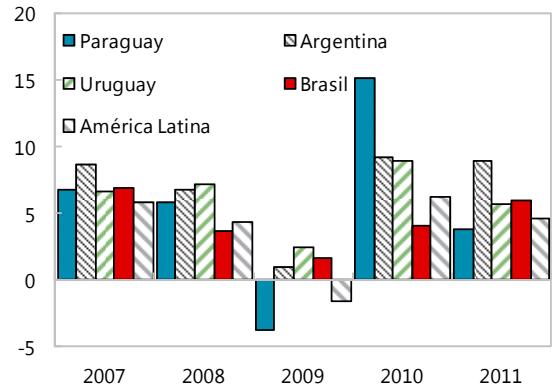
La brecha del producto se tornó negativa en el segundo semestre de 2011.

Brecha del producto
(Porcentaje)



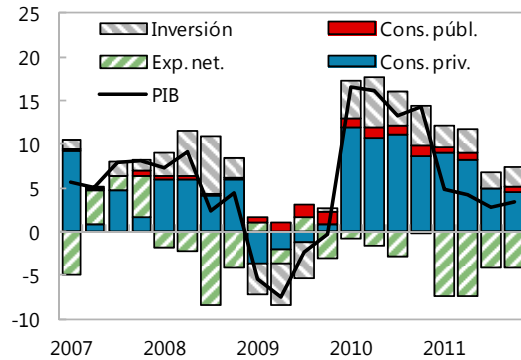
...y se redujo a un nivel muy inferior al crecimiento promedio de la región.

Crecimiento del PIB real
(Porcentaje)



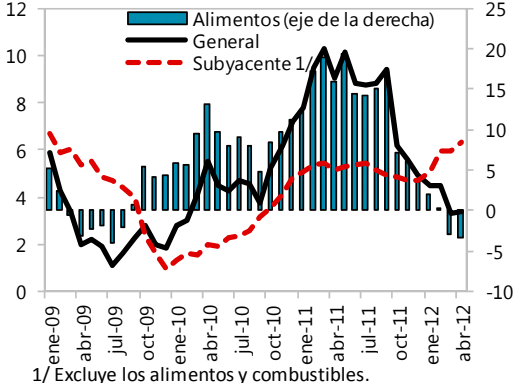
La demanda interna se mantuvo relativamente vigorosa, pero también experimentó una importante desaceleración.

Desglose del crecimiento del PIB del lado de la demanda
(Porcentaje)



La inflación general se ha reducido a niveles inferiores a la meta oficial, debido principalmente a los precios de los alimentos.

Inflación
(Porcentaje, interanual)



1/ Excluye los alimentos y combustibles.

Fuentes: Autoridades de Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

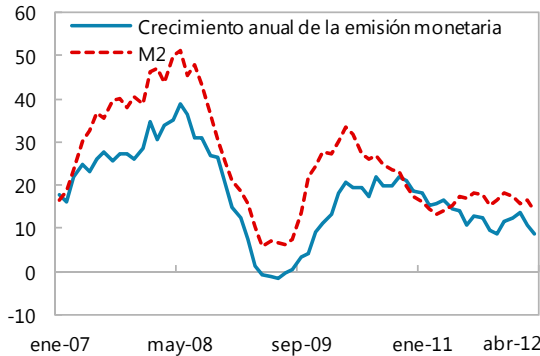
Gráfico 2 Paraguay: Evolución monetaria

Las autoridades retiraron estímulo monetario durante la mayor parte de 2011. El crecimiento del crédito se desaceleró, lo que contribuyó a reducir el crecimiento de la demanda interna. La aplicación de una política monetaria más restrictiva ayudó a que la inflación se ubicara dentro del rango meta del BCP.

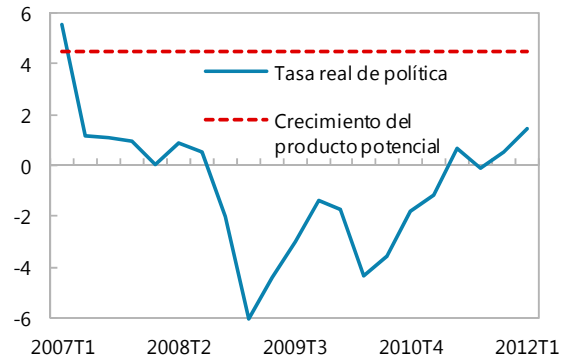
El crecimiento de los agregados monetarios se ha moderado.

Después de un ciclo de restricción monetaria prolongado, la tasa real de política monetaria volvió a ser positiva en el segundo semestre de 2011...

Agregados monetarios
(Crecimiento interanual)



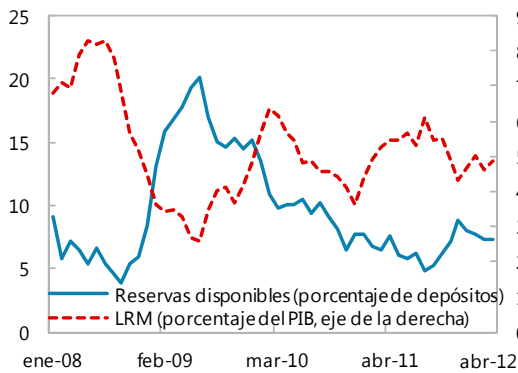
Tasa real de política y brecha del producto
(Porcentaje)



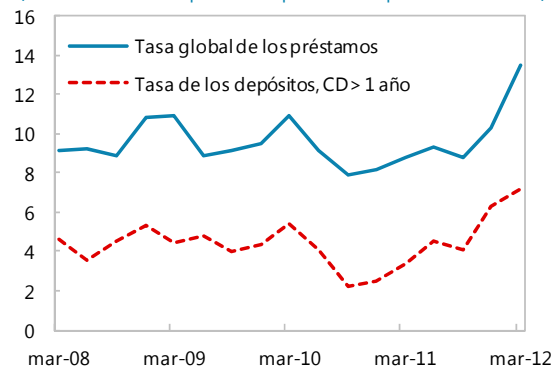
...lo que ayudó al BCP a retirar liquidez, aunque el nivel de reservas bancarias se ha mantenido alto.

En 2011 las tasas de política monetaria más elevadas se trasladaron parcialmente a las tasas de interés de mercado.

Títulos del Banco Central y reservas disponibles en el BCP



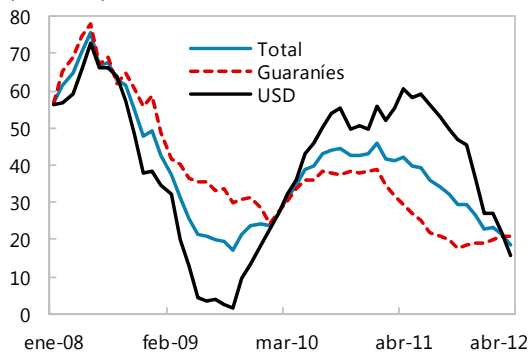
Tasas de interés reales en moneda nacional
(Todas las tasas son promedios ponderados por el vencimiento)



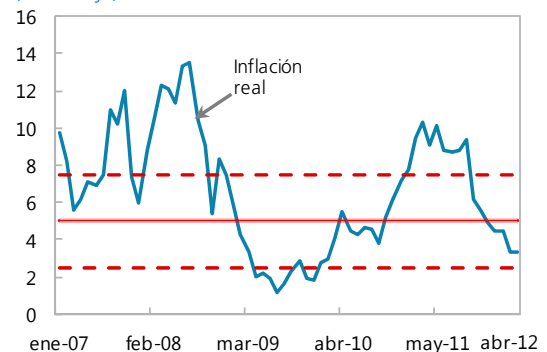
El crecimiento del crédito se ha desacelerado marcadamente tanto en guaraníes como en dólares, ...

...lo que ha contribuido a la desaceleración de la inflación, que ahora se ubica por debajo de la meta del BCP.

Crecimiento del crédito
(Interanual)



Inflación
(Porcentaje)



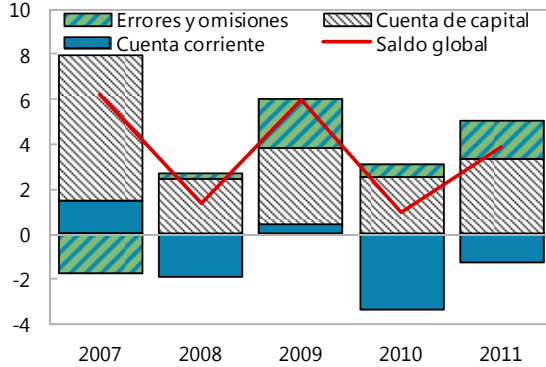
Fuentes: Autoridades de Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 3 Paraguay: Evolución de la balanza de pagos

El déficit de la cuenta corriente externa se redujo en 2011, como consecuencia del fortalecimiento de la cuenta de servicios y el aumento de las remesas. La gran afluencia de capitales privados permitió al banco central seguir acumulando reservas.

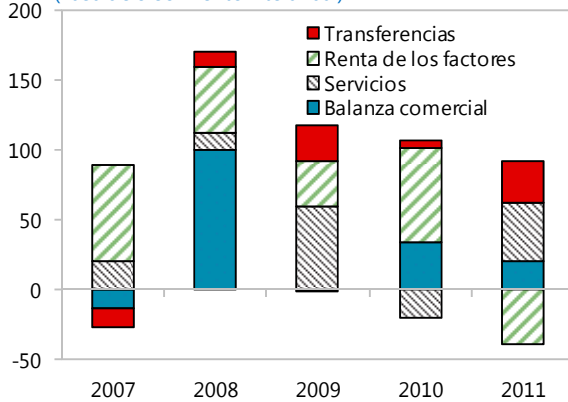
El saldo de la balanza en cuenta corriente mejoró considerablemente en 2011....

Balanza de pagos
(Porcentaje del PIB)



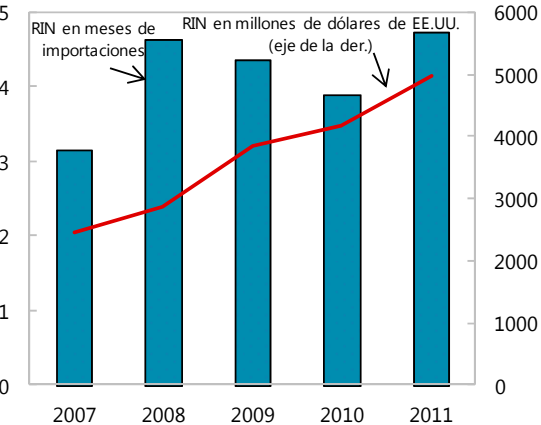
La cuenta de servicios y las transferencias de remesas de trabajadores registraron sólidas mejoras.

Componentes de la cuenta corriente
(Tasa de crecimiento interanual)



... lo que permitió al BCP seguir acumulando un nivel sustancial de reservas.

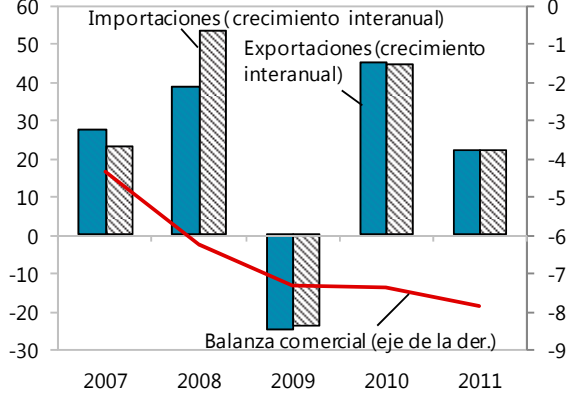
Reservas internacionales netas



Fuentes: Autoridades de Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

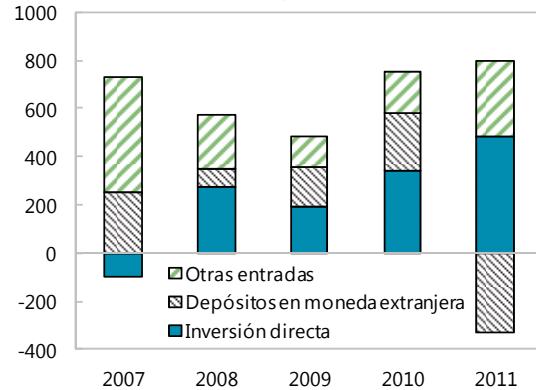
...a pesar de un pequeño deterioro de la balanza comercial.

Balanza comercial
(Porcentaje del PIB)



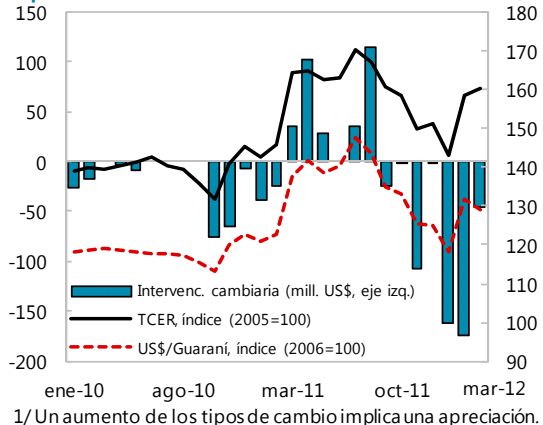
Los flujos de capital privado se mantuvieron en niveles sólidos...

Entradas netas de capital privado
(Millones de dólares de EE.UU.)



El guaraní se apreció en términos reales, a pesar de las importantes compras de divisas por parte del banco central.

Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario 1/



1/ Un aumento de los tipos de cambio implica una apreciación.

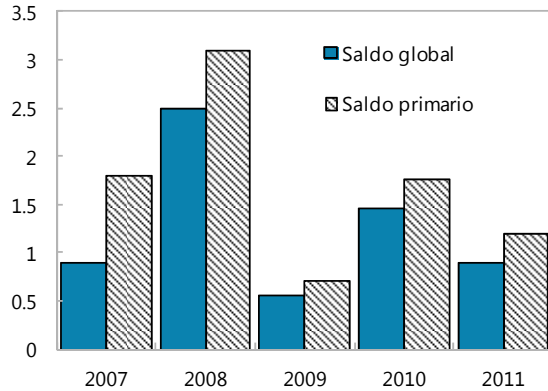
Gráfico 4 Paraguay: Evolución fiscal

La política fiscal mostró un tono expansivo en 2011. El crecimiento del gasto primario real aumentó fuertemente, mientras que el crecimiento de los ingresos fiscales se desaceleró, al producirse una ralentización de la economía. No obstante, con las cuentas fiscales en superávit, la deuda pública siguió su tendencia descendente.

Los balances fiscales se deterioraron en 2011, aunque todavía presentan un superávit...

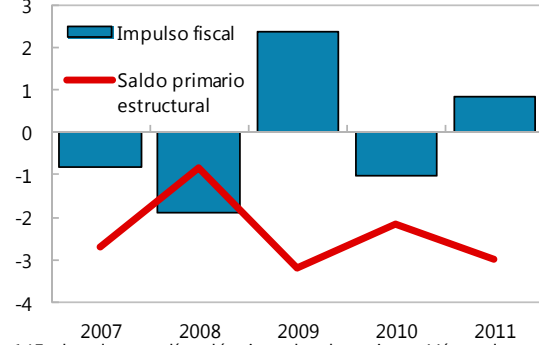
...lo que implicó un modesto estímulo a la economía.

Saldo primario y global, gobierno central
(Porcentaje del PIB)



El crecimiento de los ingresos fiscales se desaceleró fuertemente, pero mantuvo un ritmo vigoroso...

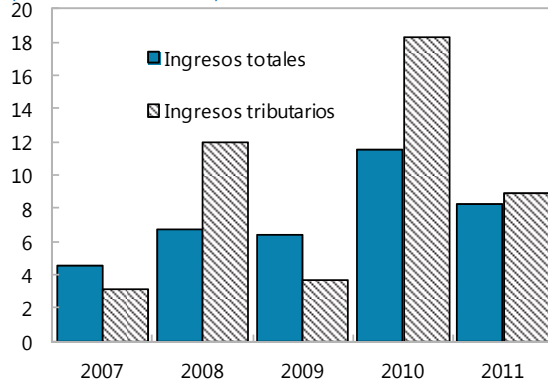
Saldo primario estructural e impulso fiscal 1/
(Porcentaje del PIB potencial no agrícola)



1/ Excluye las regalías eléctricas y las donaciones. Véase el informe del personal técnico de 2011 sobre Paraguay.

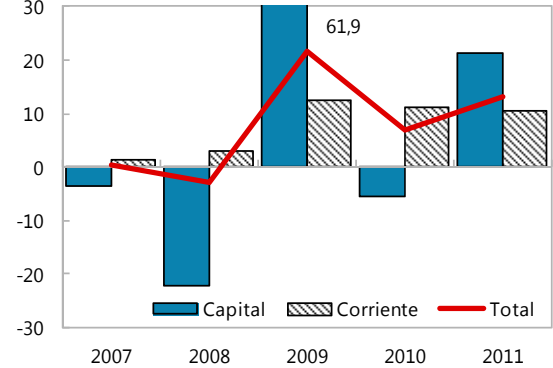
... mientras que el crecimiento del gasto primario real se aceleró, debido al aumento del gasto de capital.

Crecimiento del ingreso real
(Crecimiento interanual)



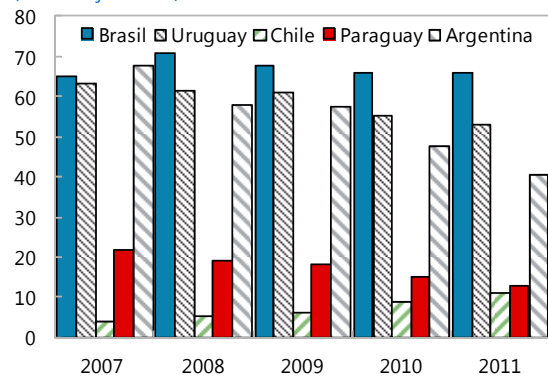
La deuda pública siguió disminuyendo en 2011 y se mantiene en uno de los niveles más bajos de la región.

Crecimiento del gasto primario real
(Crecimiento interanual)

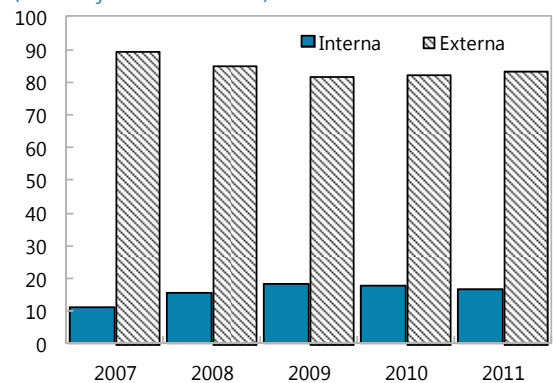


La deuda pública en Paraguay está denominada en su mayor parte en moneda extranjera.

Deuda pública
(Porcentaje del PIB)



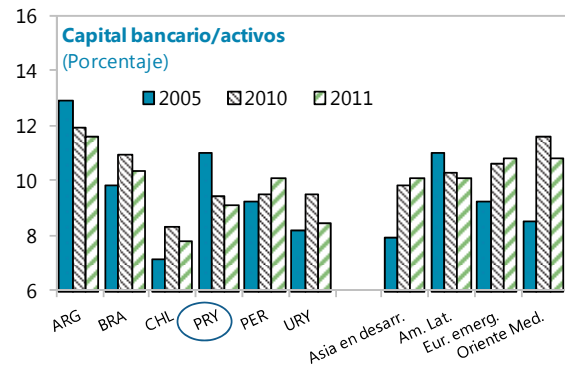
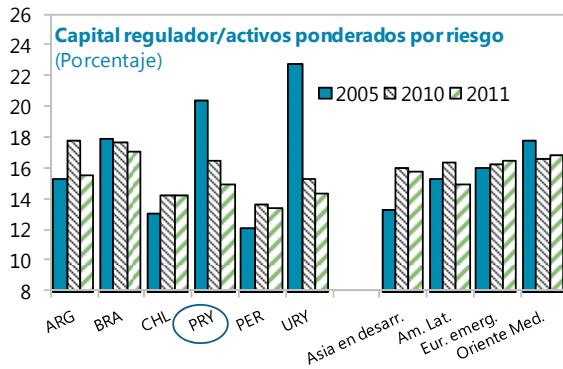
Composición de la deuda pública
(Porcentaje de la deuda total)



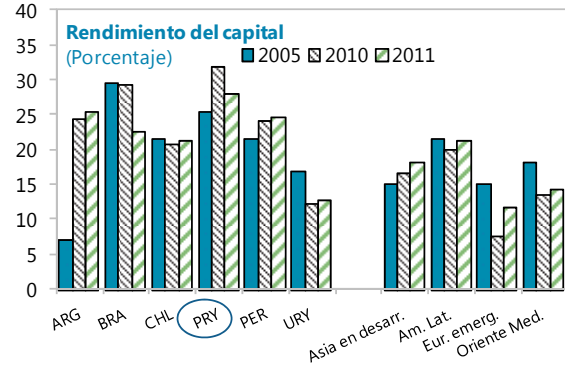
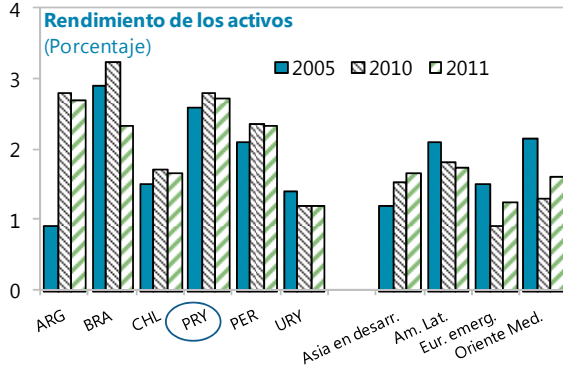
Fuentes: Autoridades de Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 5 Paraguay: Indicadores del sistema bancario desde una perspectiva internacional 1/

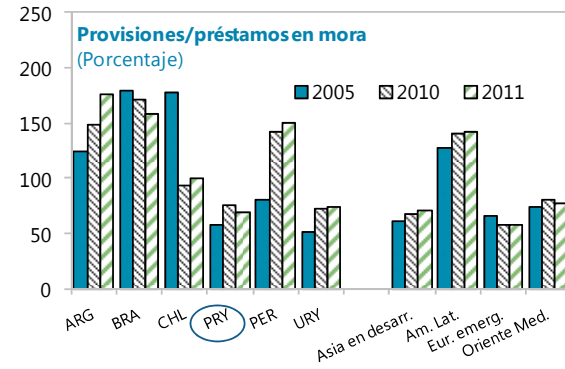
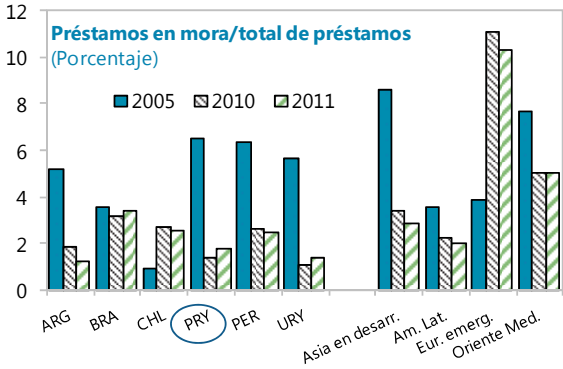
Los niveles de capital son comparables con los niveles regionales, pero se han reducido ligeramente en 2011.



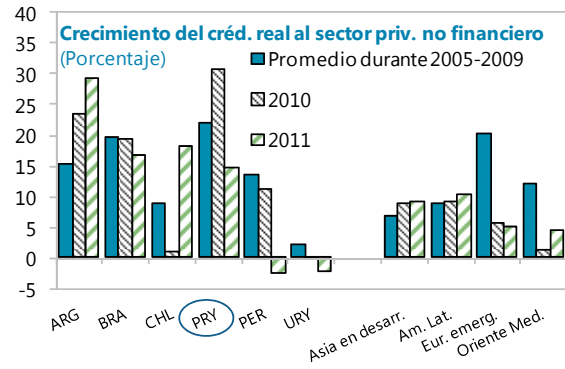
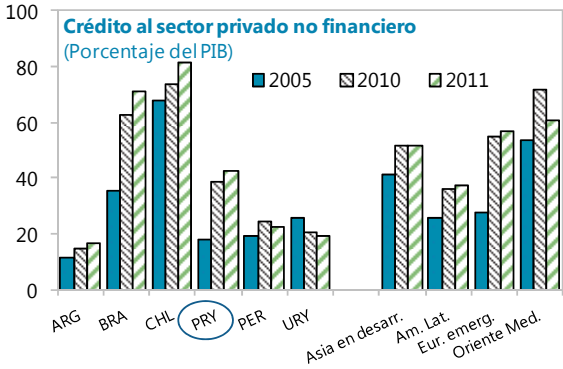
El nivel de utilidades se encuentra entre los más elevados de la región pero también se redujo ligeramente el año pasado.



El coeficiente de préstamos en mora se mantiene bajo pero el nivel de dichos préstamos registran claramente una tendencia al alza; el nivel de provisiones se encuentra entre los más bajos de la región



El crédito al sector privado supera ahora los niveles regionales, tras un crecimiento vigoroso y sostenido en los últimos años.



Fuentes: Autoridades de Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Los agregados regionales corresponden a valores medianos.

Cuadro 1. Paraguay: Indicadores económicos y sociales seleccionados

I. Indicadores demográficos y sociales							
Población 2011 (millones)	6,6				Índice de Gini (2010)		51,2
Tasa de desempleo (2011)	5,6				Esperanza de vida al nacer (2010)		72,3
Porcent. población por debajo de línea de pobreza (2010)	34,7				Tasa de analfabet. Adultos (2010)		5,3
Posición Índice de desarrollo PNUD (2010)	107 of 187				PIB per cápita (US\$, 2011)		2.961,2
II. Indicadores económicos							
	2007	2008	2009	2010	Prel. 2011	Proj. 2012	2013
(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)							
Ingreso y precios							
PIB real	6,8	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5
PIB nominal	17,7	19,7	-4,0	22,8	10,5	7,4	13,4
Crecimiento del ingreso per cápita real	4,7	3,8	-5,7	12,8	1,8	-3,4	6,4
Precios al consumidor (fin de período)	5,9	7,5	1,9	7,2	4,9	5,0	5,0
Sector monetario							
Emisión monetaria	28,3	15,0	11,3	18,5	11,6	10,9	14,5
Crédito al sector privado	46,2	49,3	24,1	42,9	26,3	18,2	24,2
Pasivos frente al sector privado	33,3	30,8	26,7	26,1	20,6	17,9	21,2
Sector externo							
Exportaciones (f.o.b.)	27,7	38,8	-24,8	45,3	22,0	-5,9	20,3
Importaciones (c.i.f.)	22,5	44,0	-22,0	43,6	21,5	-0,5	12,9
Términos de intercambio	13,6	38,9	-19,1	6,7	3,8	-0,8	-0,3
Tipo de cambio efectivo real 1/	12,2	16,0	-6,4	2,0	-0,5	...	...
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)							
Cuenta corriente	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-3,1	-1,3
Saldo comercial	-4,3	-6,3	-7,3	-7,4	-7,8	-9,4	-6,4
Exportaciones	45,6	45,9	41,2	44,9	48,9	41,6	42,2
Registradas	22,9	26,3	22,3	23,9	26,6	20,7	23,4
No registradas	22,7	19,6	18,9	21,0	22,3	20,9	18,8
Importaciones	49,9	52,2	48,5	52,3	56,7	51,1	48,5
De las cuales: Importaciones de petróleo	5,9	7,7	6,5	5,7	7,1	7,0	6,1
Otros (export. e import.servicios, ingreso, transferenc. corr.)	5,8	4,4	7,8	4,0	6,2	5,8	4,6
De los cuales: Remesas	3,0	2,4	3,6	2,9	3,3	3,1	2,7
Cuenta de capital y cuenta financiera	6,4	3,4	3,4	4,1	3,3	4,0	2,5
Gobierno general	-1,1	0,1	0,0	0,2	1,2	1,6	1,2
Sector privado	7,5	3,3	3,4	4,0	2,1	2,4	1,3
Del cual: Inversión directa	1,6	1,6	1,4	1,8	2,3	1,9	2,1
Errores y omisiones	-1,7	0,4	2,2	0,9	1,7	0,0	0,0
Reservas internacionales netas (millones de dólares de EE.UU.)	2.462	2.864	3.861	4.168	4.984	5.184	5.515
(Saldo meses de importac. de bienes y servic. del próximo año)	3,1	4,6	4,3	3,9	4,7	4,3	4,4
(Saldo respecto a la deuda externa a corto plazo total)	4,4	2,9	3,5	3,4	3,9	4,1	4,3
Inversión interna bruta	18,0	18,1	15,5	17,7	19,3	19,1	18,5
Sector privado	13,4	14,3	10,0	13,2	14,0	13,8	13,8
Sector público	4,6	3,7	5,5	4,6	5,2	5,3	4,7
Ahorro nacional bruto	19,5	16,2	16,0	14,4	18,1	16,0	17,2
Sector privado	13,5	9,8	10,2	8,5	12,2	13,5	14,9
Sector público	6,1	6,4	5,8	5,8	5,9	2,5	2,3
Ahorro externo (+) Desahorro (-)	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-3,1	-1,3
Ingresos del gobierno central	17,6	17,3	19,7	18,7	19,8	20,1	20,0
De los cuales: Ingresos tributarios	11,4	11,8	13,0	13,1	13,8	13,6	13,8
Gastos del gobierno central	16,7	14,8	19,1	17,3	19,0	22,6	21,9
De los cuales: Sueldos y salarios	7,1	7,1	8,6	8,0	8,4	10,3	10,3
Transferencias	3,8	3,5	4,2	3,7	4,0	5,1	5,1
Gasto de capital	3,7	2,7	4,6	3,7	3,8	4,5	3,9
Saldo primario del gobierno central	1,8	3,1	0,7	1,8	1,2	-2,2	-1,6
Saldo global del gobierno central	0,9	2,5	0,6	1,5	0,9	-2,5	-2,0
Deuda pública consolidada (porcentaje del PIB)	28,1	23,1	23,0	18,6	18,0	19,6	19,0
De la cual: Externa	19,8	16,7	15,3	12,8	11,8	11,9	11,0
Interna	1,9	2,2	2,7	2,2	1,8	2,3	2,4
LRM 2/	6,4	4,2	5,0	3,6	4,3	5,4	5,6
Partidas informativas:							
PIB (miles de millones de guaraníes)	61.512	73.622	70.705	86.808	95.942	103.072	116.924
PIB (millones de dólares de EE.UU.)	12.323	16.981	14.232	18.958	21.236	23.465	27.879

Fuentes: Banco Central del Paraguay; Ministerio de Hacienda, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

1/ Variación anual promedio; una variación positiva indica una apreciación.

2/ Letras de Regulación Monetaria (títulos del Banco Central).

Cuadro 2a. Paraguay: Operaciones del gobierno central

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
					Prel.	Proyecciones	
	(Miles de millones de guaraníes)						
Ingresos	10.837	12.748	13.915	16.247	19.037	20.674	23.302
Impuestos	7.019	8.656	9.208	11.406	13.211	14.008	16.089
Impuestos sobre la renta	1.229	1.381	2.140	2.096	2.611	2.600	3.021
Impuestos selectivos	1.310	1.555	1.398	1.778	1.995	2.112	2.555
Impuesto al valor agregado	3.318	4.313	4.128	5.908	6.786	7.210	8.258
Derechos de importación	853	1.055	977	1.526	1.704	1.770	2.023
Otros	309	351	565	99	115	317	233
Contribuciones sociales	752	907	1.014	1.141	1.326	1.727	2.089
Otros ingresos	3.066	3.186	3.693	3.701	4.501	4.939	5.124
Itaipú-Yacyretá	2.042	1.872	2.267	1.952	2.323	2.636	2.516
Otros ingresos no tributarios	999	1.285	1.424	1.744	2.109	2.299	2.603
Ingresos de capital 1/	25	28	2	5	68	5	5
Gastos	10.263	10.918	13.853	15.073	18.184	23.237	25.633
Gasto corriente	8.749	9.681	11.774	12.808	15.751	20.611	23.205
Remuneración de empleados	4.360	5.216	6.079	6.951	8.047	10.649	12.091
Compras de bienes y servicios	704	713	1.055	1.285	1.661	2.277	2.583
Intereses	515	449	443	353	289	307	396
Donaciones 2/	785	717	1.166	939	1.777	2.054	2.111
Prestaciones sociales 3/	1.264	1.370	1.475	1.503	1.673	2.802	3.177
Otros gastos	1.121	1.215	1.555	1.778	2.304	2.522	2.846
Transferencias 4/	1.102	1.187	1.490	1.716	2.209	2.470	2.787
Otros	19	28	65	61	95	52	59
Adquisición neta de activos no financieros	1.514	1.237	2.080	2.265	2.434	2.626	2.428
Resultado operativo bruto	2.089	3.067	2.142	3.439	3.287	64	98
Préstamo neto/endeudamiento neto (saldo global)	620	1.831	399	1.266	853	-2.563	-2.330
Transacciones financieras netas	514	1.868	448	1.591	765	-2.428	-2.178
Adquisición neta de activos financieros	-33	-14	50	77	267	135	153
Préstamos 5/	-33	-14	50	77	267	135	153
Emisión neta de pasivos	-547	-1.882	-398	-1.513	-498	2.563	2.330
Internos	-340	-1.548	-440	-1.760	-249	926	936
Títulos de deuda	186	23	396	7	-509	659	566
Nuevas emisiones de letras del Tesoro	382	167	712	439	-509	835	734
Amortizaciones	196	144	316	432	0	176	168
Préstamos	-832	-1.478	-979	-1.837	-68	267	370
Crédito neto del Banco Central	-837	-1.421	-783	-1.859	-40	0	0
Crédito neto de los bancos comerciales	4	-57	-196	21	-28	267	370
Otras cuentas por pagar	307	-93	142	70	329	0	0
Externos	-207	-334	42	247	-248	1.637	1.395
Préstamos	-207	-334	42	247	-248	1.637	1.395
Desembolsos	724	495	1.136	1.193	583	2.531	2.185
Amortizaciones	932	829	1.094	946	831	894	791
<i>Discrepancia estadística 6/</i>	46	1	337	92	0	0	0
Partidas informativas:							
Saldo primario	1.089	2.279	505	1.527	1.141	-2.256	-1.935

Fuentes: Ministerio de Hacienda; Banco Central del Paraguay, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye las transferencias de capital y algunas ventas de activos.

2/ Las donaciones abarcan las transferencias de capital y otras transferencias pagadas primordialmente a municipalidades.

3/ Las pensiones y prestaciones se incluyen en las prestaciones sociales.

4/ Incluye algunas donaciones, pero las pensiones y prestaciones se registran en las prestaciones sociales.

5/ Incluye el préstamo neto que constituye una partida financiera.

6/ Para conciliar las cuentas financieras, los errores en las cuentas de ingresos y gastos se corrigen a través de la discrepancia estadística.

Cuadro 2b. Paraguay: Operaciones del gobierno central

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
					Prel.	Proyecciones	
(Porcentaje del PIB)							
Ingresos	17,6	17,3	19,7	18,7	19,8	20,1	20,0
Impuestos	11,4	11,8	13,0	13,1	13,8	13,6	13,8
Impuestos sobre la renta	2,0	1,9	3,0	2,4	2,7	2,5	2,6
Impuestos selectivos	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2
Impuesto al valor agregado	5,4	5,9	5,8	6,8	7,1	7,0	7,1
Derechos de importación	1,4	1,4	1,4	1,8	1,8	1,7	1,7
Otros	0,5	0,5	0,8	0,1	0,1	0,3	0,2
Contribuciones sociales	1,2	1,2	1,4	1,3	1,4	1,7	1,8
Otros ingresos	5,0	4,3	5,2	4,3	4,7	4,8	4,4
Itaipú-Yacyretá	3,3	2,5	3,2	2,2	2,4	2,6	2,2
Otros ingresos no tributarios	1,6	1,7	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2
Ingresos de capital 1/	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Gastos	16,7	14,8	19,6	17,4	18,9	22,6	22,0
Gasto corriente	14,2	13,1	16,7	14,8	16,4	20,0	19,9
Remuneración de empleados	7,1	7,1	8,6	8,0	8,4	10,4	10,4
Compras de bienes y servicios	1,1	1,0	1,5	1,5	1,7	2,2	2,2
Intereses	0,8	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
Donaciones 2/	1,3	1,0	1,6	1,1	1,9	2,0	1,8
Prestaciones sociales 3/	2,1	1,9	2,1	1,7	1,7	2,7	2,7
Otros gastos	1,8	1,7	2,2	2,0	2,4	2,5	2,4
Transferencias 4/	1,8	1,6	2,1	2,0	2,3	2,4	2,4
Otros	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Adquisición neta de activos no financieros	2,0	1,7	2,9	2,6	2,5	2,6	2,1
Resultado operativo bruto	3,4	4,2	3,0	4,0	3,4	0,1	0,1
Préstamo neto/endeudamiento neto (saldo global)	1,0	2,5	0,6	1,5	0,9	-2,5	-2,0
Transacciones financieras netas	0,8	2,5	0,6	1,8	0,8	-2,4	-1,9
Adquisición neta de activos financieros	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Préstamos 5/	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Emisión neta de pasivos	-0,9	-2,6	-0,6	-1,7	-0,5	2,5	2,0
Internos	-0,6	-2,1	-0,6	-2,0	-0,3	0,9	0,8
Títulos de deuda	0,3	0,0	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,5
Nuevas emisiones de letras del Tesoro	0,6	0,2	1,0	0,5	-0,5	0,8	0,6
Amortizaciones	0,3	0,2	0,4	0,5	0,0	0,2	0,1
Préstamos	-1,4	-2,0	-1,4	-2,1	-0,1	0,3	0,3
Crédito neto del Banco Central	-1,4	-1,9	-1,1	-2,1	0,0	0,0	0,0
Crédito neto de los bancos comerciales	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,3	0,3
Otras cuentas por pagar	0,5	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0
Externos	-0,3	-0,5	0,1	0,3	-0,3	1,6	1,2
Préstamos	-0,3	-0,5	0,1	0,3	-0,3	1,6	1,2
Desembolsos	1,2	0,7	1,6	1,4	0,6	2,5	1,9
Amortizaciones	1,5	1,1	1,5	1,1	0,9	0,9	0,7
Discrepancia estadística 6/	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Partidas informativas:							
Saldo primario	1,8	3,1	0,7	1,8	1,2	-2,2	-1,7
PIB nominal en miles de millones de guaraníes	61.512	73.622	70.705	86.808	96.001	102.887	116.678

Fuentes: Ministerio de Hacienda; Banco Central del Paraguay, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye las transferencias de capital y algunas ventas de activos.

2/ Las donaciones abarcan las transferencias de capital y otras transferencias pagadas primordialmente a municipalidades.

3/ Las pensiones y prestaciones se incluyen en las prestaciones sociales.

4/ Incluye algunas donaciones, pero las pensiones y prestaciones se registran en las prestaciones sociales.

5/ Incluye el préstamo neto que constituye una partida financiera.

6/ Para conciliar las cuentas financieras, los errores en las cuentas de ingresos y gastos se corrigen a través de la discrepancia estadística.

Cuadro 3a. Paraguay: Operaciones del sector público consolidado 1/

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
					Prel.	Proyecciones	
	(Miles de millones de guaraníes)						
Ingresos	14.223	16.569	17.699	20.340	24.494	26.174	29.536
Impuestos	7.044	8.696	9.245	11.452	13.211	13.990	16.068
Otros ingresos	7.179	7.873	8.454	8.888	11.284	12.184	13.468
Otros ingresos no tributarios y donaciones 2/	6.432	7.137	7.540	8.137	9.798	10.666	11.600
Ingresos de capital	32	46	158	57	180	55	62
Superávit de operac. de las empresas públicas	715	689	756	694	1.306	1.463	1.806
Gastos	13.024	14.279	17.337	19.144	22.795	27.836	30.644
Gasto corriente	10.191	11.522	13.415	14.910	17.842	22.382	25.252
Remuneración de empleados	5.357	6.407	7.455	8.607	9.977	11.898	13.373
Compras de bienes y servicios	1.194	1.314	1.896	2.130	2.882	3.036	3.435
Intereses	910	829	585	527	637	757	875
Otros gastos	2.730	2.971	3.480	3.647	4.345	6.691	7.568
Transferencias 3/	2.692	2.896	3.372	3.542	4.204	6.586	7.454
Otros	38	75	108	104	141	104	115
Adquisición neta de activos no financieros 4/	2.832	2.757	3.922	4.234	4.954	5.454	5.392
Resultado operativo bruto	4.032	5.047	4.283	5.430	6.653	3.792	4.284
Préstamo neto/endeudamiento neto (saldo global)	931	2.459	361	1.196	1.699	-1.663	-1.108
Transacciones financieras netas	931	2.459	361	1.196	1.699	-1.663	-1.108
Adquisición neta de activos financieros	...	...	...	...	...	...	...
Emisión neta de pasivos	-931	-2.459	-361	-1.196	-1.699	1.663	1.108
Internos	-556	-2.118	-383	-1.238	-1.237	-566	2.024
Títulos de deuda	186	23	396	7	-509	659	566
Préstamos	-786	-2.264	-1.229	-1.639	-1.162	-1.874	643
Crédito neto del sistema bancario	-786	-2.264	-1.229	-1.639	-1.162	-1.874	643
De los bancos comerciales	47	-843	-445	220	1.030	-1.874	643
De los bancos centrales	-832	-1.421	-783	-1.859	-2.192	0	0
Otras cuentas por pagar	44	123	449	394	878	650	815
Financiamiento del déficit cuasifiscal	44	216	306	324	550	650	815
Otras	0	-93	142	70	329	0	0
Externos	-375	-341	22	42	-462	2.228	-916
Préstamos	-375	-341	22	42	-462	2.228	-916
Desembolsos	724	593	22	42	-462	2.228	-916
Amortizaciones	1.100	935	0	1.151	1.044	881	1.114
<i>Discrepancia estadística 5/</i>	<i>-268</i>	<i>169</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Partidas informativas:							
Saldo primario	1.841	3.288	946	1.723	2.336	-905	-233

Fuentes: Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ El sector público solo abarca el sector público no financiero y el Banco Central.

2/ Incluye también las contribuciones sociales y las donaciones.

3/ Incluye también las prestaciones sociales y las donaciones.

4/ Incluye también las transferencias de capital.

5/ Error de medición para conciliar la estimación por encima de la línea con las estimaciones del saldo fiscal del lado del financiamiento.

Cuadro 3b. Paraguay: Operaciones del sector público consolidado 1/

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
					Prel.	Proyecciones	
	(Porcentaje del PIB)						
Ingresos	23,1	22,5	25,0	23,4	25,5	25,4	25,3
Impuestos	11,5	11,8	13,1	13,2	13,8	13,6	13,8
Otros ingresos	11,7	10,7	12,0	10,2	11,8	11,8	11,5
Otros ingresos no tributarios y donaciones 2/	10,5	9,7	10,7	9,4	10,2	10,4	9,9
Ingresos de capital	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Superávit de operac. de las empresas públicas	1,2	0,9	1,1	0,8	1,4	1,4	1,5
Gastos	21,2	19,4	24,5	22,1	23,7	27,1	26,3
Gasto corriente	16,6	15,6	19,0	17,2	18,6	21,8	21,6
Remuneración de empleados	8,7	8,7	10,5	9,9	10,4	11,6	11,5
Compras de bienes y servicios	1,9	1,8	2,7	2,5	3,0	3,0	2,9
Intereses	1,5	1,1	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
Otros gastos	4,4	4,0	4,9	4,2	4,5	6,5	6,5
Transferencias 3/	4,4	3,9	4,8	4,1	4,4	6,4	6,4
Otros	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Adquisición neta de activos no financieros 4/	4,6	3,7	5,5	4,9	5,2	5,3	4,6
Resultado operativo bruto	6,6	6,9	6,1	6,3	6,9	3,7	3,7
Préstamo neto/endeudamiento neto (saldo global)	1,5	3,3	0,5	1,4	1,8	-1,6	-0,9
Transacciones financieras netas	1,5	3,3	0,5	1,4	1,8	-1,6	-0,9
Adquisición neta de activos financieros	....	....	....	....	....	....	....
Emisión neta de pasivos	-1,5	-3,3	-0,5	-1,4	-1,8	1,6	0,9
Internos	-0,9	-2,9	-0,5	-1,4	-1,3	-0,5	1,7
Títulos de deuda	0,3	0,0	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,5
Préstamos	-1,3	-3,1	-1,7	-1,9	-1,2	-1,8	0,6
Crédito neto del sistema bancario	-1,3	-3,1	-1,7	-1,9	-1,2	-1,8	0,6
De los bancos comerciales	0,1	-1,1	-0,6	0,3	1,1	-1,8	0,6
De los bancos centrales	-1,4	-1,9	-1,1	-2,1	-2,3	0,0	0,0
Otras cuentas por pagar	0,1	0,2	0,6	0,5	0,9	0,6	0,7
Financiamiento del déficit cuasifiscal	0,1	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7
Otras	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0
Externos	-0,6	-0,5	0,0	0,0	-0,5	2,2	-0,8
Préstamos	-0,6	-0,5	0,0	0,0	-0,5	2,2	-0,8
Desembolsos	1,2	0,8	0,0	0,0	-0,5	2,2	-0,8
Amortizaciones	1,8	1,3	0,0	1,3	1,1	0,9	1,0
<i>Discrepancia estadística 5/</i>	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Partidas informativas:							
Saldo primario	3,0	4,5	1,3	2,0	2,4	-0,9	-0,2
Deuda pública (excl. LRM)	21,7	18,9	17,9	15,0	13,6	14,2	13,4
Deuda pública interna	1,9	2,2	2,7	2,2	1,8	2,3	2,4
Deuda pública externa	19,8	16,7	15,3	12,8	11,8	11,9	11,0
PIB nominal en miles de millones de guaraníes	61.512	73.622	70.705	86.808	96.001	102.887	116.678

Fuentes: Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ El sector público solo abarca el sector público no financiero y el Banco Central.

2/ Incluye también las contribuciones sociales y las donaciones.

3/ Incluye también las prestaciones sociales y las donaciones.

4/ Incluye también las transferencias de capital.

5/ Error de medición para conciliar la estimación por encima de la línea con las estimaciones del saldo fiscal del lado del financiamiento.

Cuadro 4. Paraguay: Resumen de las cuentas del Banco Central

(Miles de millones de guaraníes; fin de período; a tipo de cambio constante)

	2007	2008	2009	2010	Prel. 2011	Proy. 2012
Emisión monetaria	4.326	4.974	5.538	6.564	7.324	8.120
Crecimiento	28,3	15,0	11,3	18,5	11,6	10,9
Reservas internacionales netas	12.309	14.322	19.304	20.841	24.919	25.919
(millones de dólares de EE.UU.)	2.462	2.864	3.861	4.168	4.984	5.184
Activos internos netos	-7.983	-9.348	-13.766	-14.278	-17.594	-17.799
Sector público no financiero neto	91	-1.104	-1.794	-3.326	-3.496	-2.774
Crédito neto al gobierno central	-260	-1.513	-2.154	-3.721	-3.902	-3.448
Crédito neto al resto del SPNF	351	408	360	396	406	674
Crédito neto al sistema bancario	-7.421	-7.540	-10.401	-9.724	-12.759	-13.965
Encaje legal	-3.051	-3.338	-4.175	-4.854	-6.096	-6.840
Reservas de libre disponibilidad	-1.019	-1.460	-3.308	-2.131	-2.855	-2.305
Letras de Regulación Monetaria (LRM) 1/	-3.352	-2.742	-2.918	-2.740	-3.873	-4.886
Otros	2	0	0	0	65	65
Otros activos y pasivos (neto)	-653	-703	-1.571	-1.228	-1.340	-1.060
Capital y reservas	163	-40	355	680	1.241	1.891
Otros activos neto 2/	-815	-663	-1.926	-1.908	-2.581	-2.950
Partidas informativas:						
Saldo total de LRM en circulación 1/	3.907	3.282	3.412	3.137	4.155	5.517
Saldo cuasifiscal 3/	-44	-216	-306	-324	-550	-649
Porcentaje del PIB	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6
Costos de las operac. de política monet.	386	375	140	142	342	443
Porcentaje del PIB	0,6	0,5	0,2	0,2	0,4	0,4

Fuentes: Banco Central del Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Una parte de las LRM está en poder de las instituciones no bancarias.

2/ Incluye las LRM en poder del sector no bancario.

3/ Acumulativo desde el comienzo del año.

Cuadro 5. Paraguay: Resumen de las cuentas del sistema bancario

(Miles de millones de guaraníes; fin de período; a tipo de cambio constante)

	2007	2008	2009	2010	Prel. 2011	Proy. 2012
I. Banco Central						
Reservas internacionales netas	12.309	14.322	19.304	20.841	24.919	25.919
(millones de dólares de EE.UU.)	2.462	2.864	3.861	4.168	4.984	5.184
Activos internos netos	-7.983	-9.348	-13.766	-14.278	-17.594	-17.799
Crédito neto al sector público	91	-1.104	-1.794	-3.326	-3.496	-2.774
Crédito neto al sistema bancario 1/	-4.069	-4.798	-7.483	-6.985	-8.885	-9.079
Valores del banco central	-3.907	-3.282	-3.412	-3.137	-4.155	-5.517
Otros	-98	-163	-1.077	-831	-1.058	-428
Emisión monetaria	4.326	4.974	5.538	6.564	7.324	8.120
II. Panorama monetario 2/						
Activos externos netos	13.240	15.861	20.844	21.829	24.571	25.573
(millones de dólares de EE.UU.)	2.648	3.172	4.169	4.366	4.914	5.115
Activos internos netos	4.485	6.186	6.286	11.855	15.361	21.471
Crédito al sector público	-1.675	-3.265	-5.143	-6.732	-8.448	-10.351
Crédito al sector privado	10.223	15.264	18.941	27.073	34.202	40.970
Otros	-4.063	-5.813	-7.511	-8.486	-10.392	-9.148
Liquidez en sentido amplio (M4)	17.725	22.047	27.130	33.684	39.932	47.044
Bonos y valores emitidos	0	110	174	362	980	1.054
Otros pasivos monetarios	82	55	121	159	162	193
Valores del Banco Central frente al sector priv.	555	540	494	397	282	631
Liquidez en sentido amplio (M3)	17.088	21.343	26.341	32.764	38.508	45.166
Depósitos en moneda extranjera	6.000	7.929	9.237	12.675	14.769	17.088
Dinero y cuasidinero (M2)	11.088	13.413	17.104	20.090	23.739	28.078
Cuasidinero	2.339	3.884	4.961	6.113	8.216	9.882
Dinero (M1)	8.749	9.529	12.144	13.976	15.524	18.196
(Variación porcentual anual)						
M0 (base monetaria)	28,3	15,0	11,3	18,5	11,6	10,9
Crédito al sector privado	46,3	49,3	24,1	42,9	26,3	19,8
M1	38,2	8,9	27,4	15,1	11,1	17,2
M2	38,2	21,0	27,5	17,5	18,2	18,3
M3	31,4	24,9	23,4	24,4	17,5	17,3
De la cual: Depósitos en moneda extranjera	20,0	32,1	16,5	37,2	16,5	15,7
Partidas informativas:						
Razón depósitos en moneda extranjera/M3 (porcentaje)	35,1	37,2	35,1	38,7	38,4	37,8
Razón depósitos en mon. extranj./depósitos del sector privado en bancos (porcentaje)	44,8	45,3	41,6	45,3	43,8	43,0

Fuentes: Banco Central del Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Excluye las LRM en poder del sector bancario.

2/ En enero de 2008, una financiera que representaba alrededor del 5% de los activos bancarios totales fue convertida en un banco y, por lo tanto, se incluyó en el panorama monetario.

Cuadro 6. Paraguay: Balanza de pagos

(Millones de dólares de EE.UU.)

	2007	2008	2009	2010	Prel. 2011	Proy.	
						2012	2013
Cuenta corriente	185	-318	67	-640	-260	-600	-207
Balanza comercial	-532	-1.063	-1.042	-1.396	-1.669	-2.086	-1.629
Exportaciones	5.616	7.793	5.862	8.515	10.388	9.773	11.761
Registradas	2.817	4.463	3.167	4.534	5.642	4.858	6.526
No registradas	2.799	3.330	2.695	3.981	4.746	4.915	5.236
Importaciones	-6.149	-8.856	-6.904	-9.910	-12.057	-11.859	-13.391
Registradas	-5.630	-8.506	-6.497	-9.400	-11.546	-11.369	-12.851
<i>De las cuales:</i> Combustibles	-722	-1.308	-920	-1.073	-1.504	-1.633	-1.700
No registradas	-518	-350	-407	-511	-511	-490	-540
Servicios (netos)	499	558	891	714	1.015	1.118	1.146
Transporte	-141	-169	-152	-250	-299	-295	-326
Viajes	-7	-12	76	65	87	120	138
Otros	646	740	966	900	1.226	1.292	1.334
Ingreso de factores	-155	-227	-300	-502	-307	-355	-470
Transferencias	373	414	519	542	701	723	747
Cuenta de capital y financiera	789	578	480	785	716	800	539
Gobierno general	-139	10	-4	32	252	373	333
Desembolsos	154	142	231	261	296	576	521
Amortización	-184	-185	-220	-207	-209	-203	-189
Otros	-109	53	-14	-22	166	0	0
Sector privado 1/	928	568	484	753	464	428	206
Inversión directa	199	272	194	337	483	448	584
Depósitos en moneda extranjera	251	77	164	242	-328	-82	-337
Otros	478	219	126	174	309	62	-41
Errores y omisiones	-212	61	307	163	360	0	0
Saldo global	762	321	855	308	815	200	331
Reservas internacionales netas (aumento -)	-759	-402	-996	-308	-815	-200	-331
Reservas brutas	-759	-402	-996	-308	-815	-200	-331
Pasivos de reserva	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento excepcional	-2	81	142	0	0	0	0
Diferimiento (+)/regularización (-) de atrasos	-2	81	142	0	0	0	0
Partidas informativas:							
Cuenta corriente, porcentaje del PIB	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-2,6	-0,7
Reservas brutas (millones de dólares EE.UU.)	2.462	2.864	3.861	4.168	4.984	5.184	5.515
(meses de importaciones de BSNF)	3,1	4,6	4,3	3,9	4,7	4,3	4,4
Deuda pública externa en porcentaje del PIB	19,8	19,3	17,5	14,7	13,4	13,4	12,3
Servicio deuda en porcent. exportac. de BSNF	5,2	2,9	4,9	3,3	2,4	2,8	2,2
Volumen de exportación (variación porcentual)	5,9	-15,7	-11,5	27,8	9,6	-5,8	22,2
Volumen de importación (variación porcentual)	15,4	21,5	-15,8	34,8	7,2	-3,7	14,4
Términos de intercambio (variación porcentual)	13,6	38,9	-19,1	6,7	3,8	-0,8	-0,3

Fuentes: Banco Central del Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye empresas públicas y binacionales.

Cuadro 7. Paraguay: Indicadores de vulnerabilidad externa

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Indicadores monetarios y financieros						
Dinero en sentido amplio (M3), variación porcentual 1/	14,8	31,5	24,9	23,4	24,4	17,5
Crédito al sector privado, (variación porcentual) real 1/	3,5	38,2	38,9	21,8	33,4	20,4
Proporción préstamos en mora del total de préstamos (porcent.) 2/	3,3	1,3	1,1	1,6	1,3	1,7
Tasa de interés real de los préstamos internos (promedio)	15,4	20,8	19,7	25,7	25,9	24,3
Rendimiento de las letras del Banco Central, real	0,8	-2,3	-5,0	0,3	0,2	0,4
Reservas internacionales (millones de dólares de EE.UU.)	1.703	2.462	2.864	3.861	4.168	4.984
Pasivos exter. corto pl. del Banco Central (millon. dólares EE.UU.)	0,0	0,3	0,0	1,2	0,0	0,0
Indicadores externos						
Exportaciones de mercancías (variación porcentual)	31,3	27,7	38,8	-24,8	45,3	22,0
Importaciones de mercancías (variación porcentual)	31,7	22,5	44,0	-22,0	43,6	21,7
Términos de intercambio (variación porcentual)	-15,0	13,6	38,9	-19,1	6,7	3,8
Tipo de cambio efectivo real (variación porcentual)	12,3	12,2	16,0	-6,4	2,0	14,1
Cuenta corriente (porcentaje del PIB)	1,4	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2
Cuenta de capital y financiera (porcentaje del PIB)	2,1	6,4	3,4	3,4	4,1	3,4
Inversión extranjera directa neta (porcentaje del PIB)	1,8	1,6	1,6	1,4	1,8	2,3
Otra inversión neta (porcentaje del PIB)	0,0	4,6	1,6	1,7	2,2	0,9
Deuda externa pública (porcentaje del PIB) 2/	25,2	19,8	16,7	15,3	12,8	11,8
Servicio de la deuda (en porcentaje de exportaciones de BSNF)	5,8	5,2	2,9	4,9	3,3	2,4
Reservas brutas (millones de dólares de EE.UU.)	1.703	2.462	2.864	3.861	4.168	4.984
Meses de importaciones de BSNF	3,1	3,1	4,6	4,3	3,9	4,7
Con respecto a la deuda externa a corto plazo 3/	2,7	4,4	2,9	3,5	3,4	3,9
Con respecto depósitos en moneda extranj. en bancos nacion.	1,5	1,9	2,1	2,7	2,3	3,0

Fuentes: Banco Central del Paraguay y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Los componentes en moneda extranjera se valoran al tipo de cambio contable.

2/ Basada en la conversión al tipo de cambio de fin de período de la deuda denominada en dólares de EE.UU.

3/ Deuda externa pública y privada con un vencimiento residual inferior a un año. Excluye los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario.

Cuadro 8. Paraguay: Indicadores de solidez financiera del sector bancario, 2006–2011

	(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Suficiencia de capital						
Capital regulador/activos ponderados en función del riesgo	20,1	16,9	16,3	16,3	15,4	14,9
Calidad de los activos						
Préstamos en mora/préstamos brutos	3,3	1,3	1,1	1,6	1,3	1,7
Provisiones/préstamos en mora	59,1	78,4	77,7	78,8	74,4	69,1
Ganancias y rentabilidad						
Rendimiento de los activos (después de impuestos)	3,0	2,8	3,2	2,4	2,4	2,3
Rendimiento del capital (después de impuestos)	24,1	25,7	28,4	23,2	22,3	22,4
Liquidez						
Activos líquidos/total activos	43,8	44,3	37,0	41,2	33,5	32,6
Activos líquidos/pasivos a corto plazo	73,0	73,8	70,4	74,0	64,6	72,0
Depósitos de clientes/total depósitos (no interbancarios)	183,5	173,2	150,8	160,3	131,0	119,0
Sensibilidad al riesgo de mercado						
Exposición cambiaria neta/capital	19,9	33,3	12,7	-1,2	4,7	18,5
Distribución de los préstamos por sector/total préstamos 1/						
Agricultura y ganadería	...	36,6	35,7	35,9	32,4	33,0
Industria	...	12,0	11,2	9,3	9,7	9,1
Comercio	...	17,4	19,3	19,6	21,1	25,6
Servicios	...	11,6	10,8	11,5	13,0	8,3
Crédito al consumidor	...	8,4	9,4	10,4	13,1	15,4
Sector financiero	...	14,0	13,5	13,1	10,6	8,3
Otros indicadores						
Activos de bancos extranjeros/total activos bancarios	69,5	67,7	64,8	50,4	50,4	47,7
Préstamos denomin. en moneda extranjera/total préstamos	43,8	44,6	42,9	38,5	40,6	43,6
Depósitos denomin. en moneda extranjera/total depósitos	48,3	43,0	44,4	40,3	42,2	39,1

Fuentes: Banco Central del Paraguay y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Basada en los datos del registro de créditos.

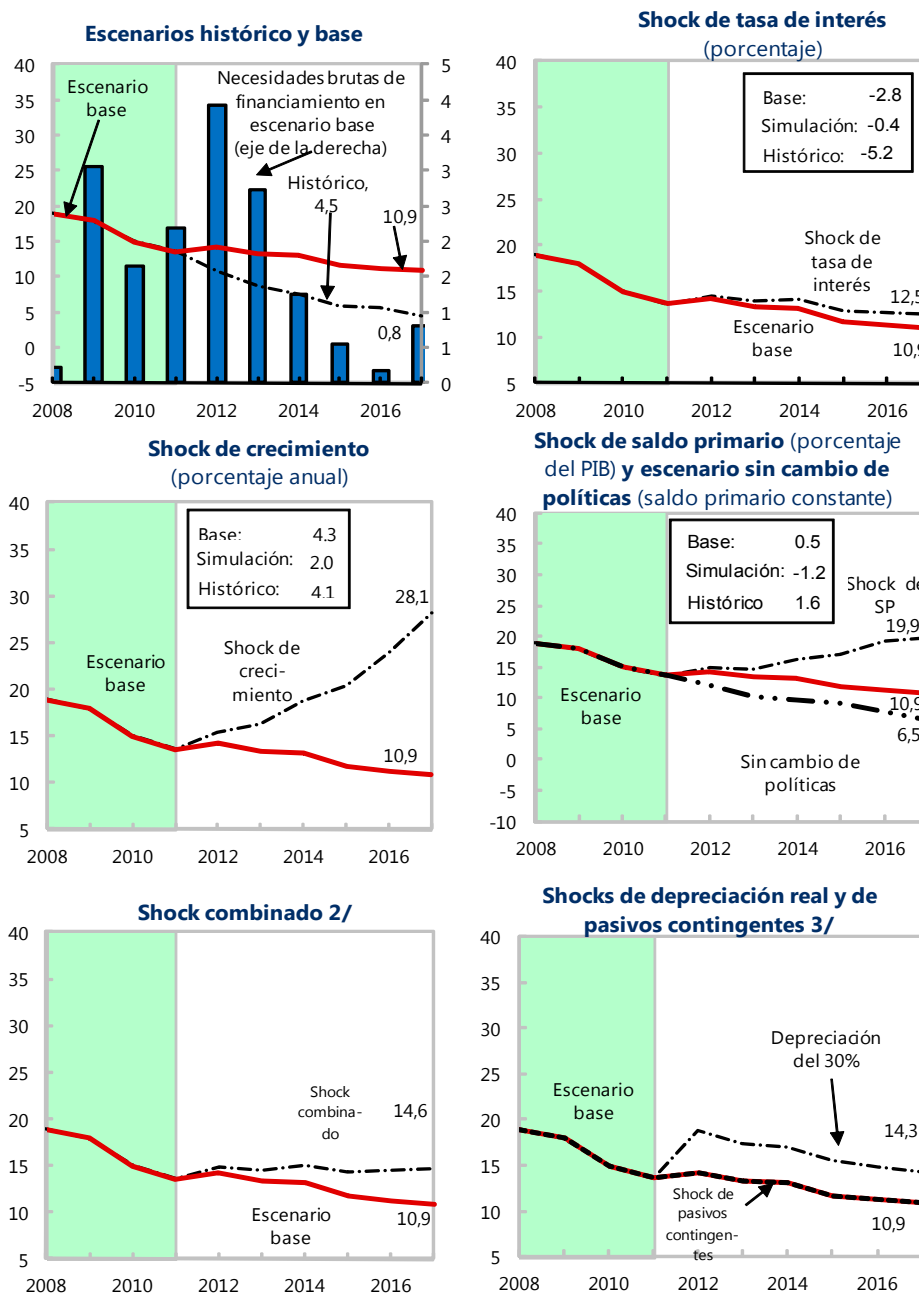
Anexo 1. Matriz de evaluación de riesgos¹

Naturaleza/Fuente de los principales riesgos	Probabilidad relativa de que se materialice el riesgo en uno a tres años (alta, mediana o baja)	Impacto previsto en la economía si se materializa el riesgo (alto, mediano o bajo)
Externo		
Fuerte disminución de los precios de la soja	Evaluación: Baja a mediana <ul style="list-style-type: none"> • Una lenta recuperación de la economía mundial podría afectar negativamente a los precios de las materias primas. • Un aumento fuerte de las tasas de interés de Estados Unidos o una fuerte desaceleración de la economía china podría inducir una moderación de los aumentos de los precios mundiales impulsados por la demanda. 	Evaluación: Mediano a alto <ul style="list-style-type: none"> • La cuenta corriente externa se deterioraría y podrían surgir fuertes presiones sobre el tipo de cambio. • Si se produjera una fuerte caída de la producción de soja (aproximadamente el 50% de la agricultura), la disminución de los precios frenaría el crecimiento, lo que tendría, por ejemplo, efectos de derrame en la economía no agrícola. • El sector financiero podría registrar un aumento de los préstamos en mora. Este aumento sería fuerte solo en la medida en que el shock fuera suficientemente persistente. • Las políticas fiscales y monetarias podrían ayudar a respaldar la demanda interna.
Demanda externa sustancialmente más débil	Evaluación: Baja a mediana <ul style="list-style-type: none"> • La probabilidad de que la demanda externa sea mucho más débil de lo previsto actualmente parece situarse entre baja y mediana. 	Evaluación: Mediano a alto <ul style="list-style-type: none"> • Efectos similares a un colapso del precio mundial de la soja (véase más arriba). • Una fuerte caída generalizada de la demanda externa afectaría primordialmente al sector agrícola pero también tendría un impacto directo e indirecto en el resto de la economía.
Interno		
Efectos de derrame de la agricultura al resto de la economía más fuertes de lo estimado actualmente	Evaluación: Baja <ul style="list-style-type: none"> • Si los efectos de derrame sobre el sector agrícola son más fuertes de lo estimado actualmente, la demanda interna se desaceleraría a un ritmo más intenso del previsto actualmente. Esto daría lugar a una desaceleración del crecimiento no agrícola, lo que tendría un impacto mayor en el sector financiero y en las cuentas fiscales. 	Evaluación: Bajo a mediano <ul style="list-style-type: none"> • La caída de la demanda interna y del crecimiento no agrícola dañaría el empleo y los ingresos. Dado que los márgenes de maniobra son más débiles en el sector no agrícola, el nivel de préstamos en mora podría ser más elevado de lo previsto en el escenario base. Del mismo modo, los ingresos tributarios se verían negativamente afectados.
Persistentes sequías intensas (que se prolongan a lo largo de dos años)	Evaluación: Baja <ul style="list-style-type: none"> • La probabilidad de que ocurran dos sequías intensas seguidas es baja. No obstante, si esto ocurre, la actividad económica experimentarían una caída más prolongada, lo que también amplificaría el choque. 	Evaluación: Mediano a alto <ul style="list-style-type: none"> • Una contracción económica más prolongada tendría un impacto mayor en el sector financiero —por ejemplo, a través de sus efectos indirectos en el resto de la economía— lo que elevaría los préstamos en mora. • La reducción de los ingresos de exportación podría generar una fuerte presión sobre el guaraní y dar lugar a una depreciación sustancial, lo que tendría considerables efectos de hoja de balance y generaría presiones

		<p>inflacionarias.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La existencia de márgenes de maniobra sólidos a varios niveles (por parte del BCP, los agricultores y los bancos) ayudaría a hacer frente a las presiones de depreciación de la moneda y a las posibles tensiones en el sector financiero debido al aumento de los préstamos en mora y a los efectos sobre las hojas de balance. Sin embargo, es probable que los márgenes de maniobra de algunos bancos se estrechen.
<p>Aplicación de una política fiscal más expansiva</p>	<p>Evaluación: Mediano</p> <ul style="list-style-type: none"> • El congreso tiende a hacer uso de sus poderes para aumentar el gasto sin disponer del financiamiento adecuado, y hay presiones políticas para lograr que la orientación de la política fiscal sea más expansiva. • De cara al futuro, el congreso podría limitar la capacidad del Ministerio de Hacienda de controlar el gasto a través del Plan Financiero. 	<p>Evaluación: Mediano</p> <ul style="list-style-type: none"> • Si bien el margen de maniobra fiscal es considerable, una mayor expansión fiscal puede hacer más difícil para el BCP cumplir la meta de inflación. • También aumentaría aún más el déficit en cuenta corriente, y podría ejercer presión sobre el guaraní. Además de impulsar la inflación al alza, esto podría tener efectos de hoja de balance, lo que tendría implicaciones negativas para el sistema financiero. • El debilitamiento del marco fiscal podría tener consecuencias duraderas para la disciplina fiscal y las finanzas públicas, lo que elevaría la deuda y deterioraría los márgenes de maniobra actuales. • También podría limitar el espacio para crear la infraestructura necesaria para aumentar el crecimiento potencial.
<p>Inflación más alta</p>	<p>Evaluación: Mediano</p> <ul style="list-style-type: none"> • Las presiones para relajar las políticas macroeconómicas podrían aumentar antes de las elecciones. Dado que las expectativas inflacionarias están débilmente ancladas y que el régimen de metas de inflación aún no está plenamente desarrollado, la inflación podría situarse por encima de la meta fijada por el banco central. • El alto grado de apertura al comercio internacional y la fuerte transmisión implican un impacto potencialmente significativo de la depreciación del tipo de cambios sobre los precios. 	<p>Evaluación: Bajo</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aunque puede experimentar un retroceso, la inflación probablemente se mantendrá en un nivel bajo (a tasas de un solo dígito). • No obstante, el anclaje de las expectativas inflacionarias y el logro de un alto nivel de credibilidad del banco central en materia de lucha contra la inflación tomaría más tiempo del previsto actualmente.

¹ La matriz de evaluación de riesgos muestra eventos cuya probabilidad de materialización es relativamente baja y que pueden alterar de manera sustancial la trayectoria del escenario base, que constituye el escenario con más probabilidades de materializarse según la opinión del personal técnico. La evaluación subjetiva del personal técnico de la probabilidad relativa entre estos eventos de baja probabilidad, tal como se señala en la matriz (desde "baja" hasta "alta") es consistente de un informe de país a otro preparado en un determinado período.

Gráfico A.1. Paraguay: Sostenibilidad de la deuda pública: Pruebas consolidadas 1/
(Deuda pública en porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional, datos del economista encargado del país y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Las zonas sombreadas representan datos observados. Los shocks individuales son shocks permanentes con una desviación estándar de 0,5. Los gráficos en los cuadros representan proyecciones medias de las respectivas variables en el escenario base y el que está siendo simulado. También se indica un promedio histórico (de los últimos diez años) de la variable.

2/ Shocks permanentes de una desviación estándar de 1/4 aplicados a la tasa de interés real, la tasa de crecimiento y el saldo primario.

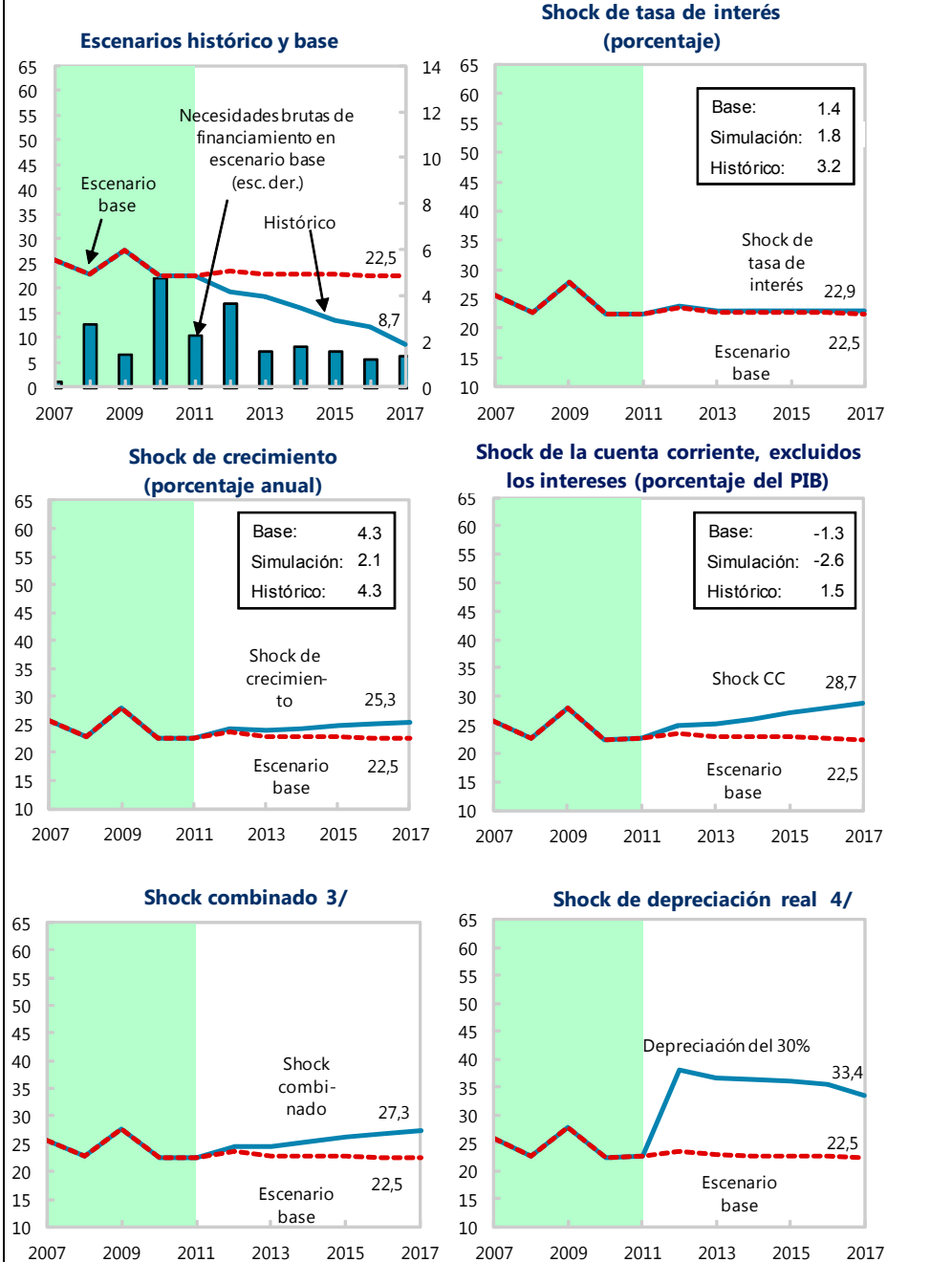
3/ Una depreciación real del 30 por ciento y un shock de pasivos contingentes del 10% del PIB por una sola vez ocurren en 2012, con una depreciación real definida como una depreciación nominal (medida por la caída porcentual del valor en dólares de la moneda local) menos la inflación interna (basada en el deflactor del PIB).

Cuadro A.1. Paraguay: Marco de sostenibilidad de la deuda del sector público, 2007-2016

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
					Prel.			Proyecciones			
Escenario de referencia: Deuda del sector público 1/	21,7	18,9	17,9	15,0	13,6	14,2	13,4	13,1	11,7	11,2	10,9
<i>De la cual:</i> Denominada en moneda extranjera	21,5	18,9	17,9	14,9	12,4	12,7	11,8	11,6	10,2	9,9	9,7
Variación de la deuda del sector público	-5,9	-2,8	-1,0	-3,0	-1,4	0,6	-0,8	-0,2	-1,4	-0,5	-0,4
Flujos que generan deuda identificados (4+7+12)	-7,2	-5,6	-0,6	-3,7	-1,9	0,6	-0,9	-1,6	-2,3	-2,4	-1,4
Déficit primario	-2,6	-3,0	-0,9	-0,8	-0,8	1,2	0,4	-0,9	-1,4	-1,7	-0,5
Ingreso y donaciones	32,0	30,7	32,9	29,7	32,2	34,3	33,6	32,9	32,5	32,2	31,9
Gasto primario (sin incluir intereses)	29,5	27,7	31,9	28,8	31,4	35,4	34,0	32,0	31,0	30,5	31,4
Dinámica de deuda automática 2/	-4,7	-2,6	0,3	-2,9	-1,1	-0,6	-1,3	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8
Contribución del diferencial tasas de interés/crecimiento 3/	-3,2	-2,9	1,7	-2,9	-1,1	-0,6	-1,3	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8
<i>De la cual:</i> Contribución de la tasa de interés real	-1,6	-1,8	0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
<i>De la cual:</i> Contribución del crecimiento del PIB real	-1,6	-1,1	0,8	-2,2	-0,5	0,2	-1,1	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
Contribución de la depreciación del tipo de cambio 4/	-1,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros flujos identificados que generan deuda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ingresos por privatizaciones (negativo)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reconocimiento de pasivos implícitos o contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros (especificar; p. ej., recapitalización bancaria)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Residuo, incluidas las variaciones de activos (2-3) 5/	1,4	2,8	-0,4	0,7	0,5	0,0	0,1	1,4	0,8	2,0	1,0
Relación deuda/ingreso del sector público 1/	67,8	61,6	54,6	50,4	42,2	41,4	39,7	40,0	36,1	34,9	34,0
Necesidad de financiamiento bruta 6/	1,5	0,2	3,1	1,7	2,2	3,9	2,7	1,3	0,5	0,2	0,8
en miles de millones de dólares de EE.UU.	0,2	0,0	0,4	0,3	0,5	0,9	0,8	0,4	0,2	0,1	0,3
Escenario con las variables clave en sus promedios históricos 7/					13,6	10,9	8,7	7,5	6,0	5,7	4,5
Escenario sin cambio de políticas (saldo primario constante) en 2011-2017					13,6	12,0	10,2	9,6	9,1	7,8	6,5
Supuestos macroeconómicos y fiscales clave subyacentes al escenario de referencia											
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	6,8	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5	4,6	4,7	4,7	4,7
Tasa de interés nominal promedio de la deuda pública (porcentaje) 8/	4,1	3,8	4,5	3,2	2,6	2,7	3,0	3,4	3,2	3,2	3,1
Tasas de interés real promedio (tasa nom. menos variac. deflactor del PIB, porcent.)	-6,1	-9,3	4,6	-3,5	-3,9	-6,3	-1,5	-1,4	-2,3	-2,4	-3,1
Apreciación nominal (aumento en térm. de dólar EE.UU. del valor mon. local, porc.)	6,6	-1,6	7,2	0,9	1,8	...	...	...	...	...	...
Tasa de inflación (deflactor del PIB, porcentaje)	10,2	13,1	-0,1	6,7	6,5	9,1	4,5	4,8	5,4	5,6	6,2
Crecimiento del gasto primario real (deflactado mediante el deflactor del PIB, porc.)	-0,6	-0,4	10,7	3,9	13,2	11,0	4,2	-1,6	1,5	3,0	7,6
Déficit primario	-2,6	-3,0	-0,9	-0,8	-0,8	1,2	0,4	-0,9	-1,4	-1,7	-0,5
1/ Deuda bruta del sector público no financiero.											
2/ Se deriva como $[(r - p(1+g) - ae(1+r))/(1+g+p+gp)]$ multiplicado por el coeficiente de endeudamiento del período anterior, con r=tasa de interés; p=tasa de crecimiento del PIB; g=tasa de crecimiento del PIB real; a=proporción de la deuda denominada en moneda extranjera, y e=depreciación del tipo de cambio nominal (medido según el aumento del dólar de EE.UU. en términos de la moneda local).											
3/ La contribución de la tasa de interés real se deriva a partir del denominador de la nota al pie 2/ como $r - p(1+g)$ y la contribución del crecimiento real como -g.											
4/ La contribución del tipo de cambio se deriva del numerador de la nota al pie 2/, como $ae(1+r)$.											
5/ En el caso de las proyecciones, esta línea incluye las variaciones del tipo de cambio.											
6/ Se define como el déficit del sector público, más la amortización de la deuda del sector público a mediano y largo plazo, más la deuda a corto plazo al final del período anterior.											
7/ Las principales variables incluyen el crecimiento del PIB real, la tasa de interés real y el saldo primario como porcentaje del PIB.											
8/ Derivado como gasto en intereses nominales dividido por saldo de la deuda en el período anterior.											

Gráfico A.2. Paraguay: Sostenibilidad de la deuda externa: Pruebas consolidadas 1/ 2/
(Deuda externa en porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional, datos del economista encargado del país y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Las zonas sombreadas representan datos observados. Los shocks individuales son shocks permanentes con una desviación estándar de 0,5. Los gráficos en los cuadros representan proyecciones medias de las respectivas variables en el escenario base y el que está siendo simulado. También se indica un promedio histórico (de los últimos diez años) de la variable.

2/ En los escenarios históricos, los promedios históricos se calculan a lo largo de un período de diez años, y la información se utiliza para proyectar la dinámica de la deuda para los próximos cinco años.

3/ Shocks permanentes de una desviación estándar de 1/4 aplicados a la tasa de interés real, la tasa de crecimiento y el saldo en cuenta corriente.

4/ Una depreciación real del 30% por una sola vez ocurre en 2012.

Cuadro A.2 Paraguay: Marco de sostenibilidad de la deuda externa, 2007–2017

	(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)										
	Efectivo				Prel. 2011	Proyecciones					
	2007	2008	2009	2010		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Escenario de referencia: Deuda externa	25,8	22,8	27,8	22,5	22,6	23,6	22,8	22,8	22,8	22,6	22,5
Variación de la deuda externa	-6,9	-3,0	5,1	-5,3	0,1	1,0	-0,8	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Flujos que generan deuda externa identificados (4+8+9)	-10,7	-6,3	4,5	-5,1	0,2	3,2	-0,7	0,3	0,1	-1,3	-1,1
Déficit en cuenta corriente, sin incluir pagos de intereses	-2,5	1,2	-1,1	3,0	0,8	2,8	1,0	1,2	1,2	0,8	1,0
Déficit en balanza de bienes y servicios	0,3	3,0	1,1	3,6	3,6	5,2	2,7	2,6	2,4	2,4	2,5
Exportaciones	53,4	52,7	51,2	52,7	57,2	49,5	49,4	46,7	46,1	45,2	44,0
Importaciones	53,7	55,6	52,3	56,3	60,8	54,2	51,6	48,8	48,0	47,2	46,0
Entradas netas de capital no generadoras de deuda (negativos)	-1,2	-1,1	0,6	-1,6	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,4	-1,3
Dinámica de deuda automática 1/	-6,9	-6,4	5,1	-6,5	-0,4	0,7	-1,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Contribución de la tasa de interés nominal	1,0	0,7	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Contribución del crecimiento del PIB real	-1,7	-1,1	1,0	-3,1	-0,8	0,3	-1,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Contribución de las variaciones del tipo de cambio y los precios 2/	-6,3	-6,0	3,3	-3,8	0,0	-2,5	-2,0	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7
Residuo, incluida la variación de los activos externos brutos (2-3) 3/	3,7	3,3	0,5	-0,2	0,0	-2,2	-0,1	-0,3	-0,1	1,2	0,9
Relación deuda externa/exportaciones (porcentaje)	48,3	43,2	54,3	42,7	39,5	47,6	46,1	48,7	49,4	50,0	51,1
Necesidad de financiamiento externo bruto (en miles de millones de dólares de EE.UU.) 4/	0,0	0,5	0,2	0,9	0,5	1,0	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7
(porcentaje del PIB)	0,2	2,7	1,4	4,7	2,2	4,2	2,1	2,2	2,1	1,7	1,8
Escenario con variables clave en sus promedios históricos 5/					22,6	18,9	17,3	14,7	11,7	10,2	8,7
Supuestos macroeconómicos clave subyacentes al escenario de referencia											
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	6,8	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5	4,6	4,7	4,7	4,7
Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. (variación porcentual)	23,7	30,2	-12,8	15,8	8,0	12,2	9,5	5,4	1,2	2,0	3,0
Tasa de interés externa nominal (porcentaje)	4,2	3,6	2,5	2,0	1,9	1,7	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2
Crecimiento de las exportaciones (en dólares de EE.UU., porcentaje)	26,6	36,0	-18,5	36,9	21,8	-4,6	18,5	4,4	4,6	4,8	4,8
Crecimiento de las importaciones (en dólares de EE.UU., porcentaje)	22,4	42,9	-21,2	43,3	21,1	-0,6	13,1	4,5	4,2	4,9	5,1
Saldo en cuenta corriente, sin incluir pagos de intereses	2,5	-1,2	1,1	-3,0	-0,8	-2,8	-1,0	-1,2	-1,2	-0,8	-1,0
Entradas netas de capital no generadoras de deuda	1,2	1,1	-0,6	1,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	1,4	1,3
<p>1/ Derivada como $[r - g - r(1+g) + ea(1+r)]/(1+g+r+gr)$ multiplicado por el stock de deuda del período anterior, donde r = tasa de interés efectiva nominal de la deuda externa; r = variación del deflactor del PIB interno en dólares de EE.UU., g = crecimiento del PIB real, e = apreciación nominal (aumento en términos de dólar de EE.UU. de la moneda local) y a = porcentaje de deuda denominada en moneda local de la deuda externa total.</p> <p>2/ La contribución de las variaciones del tipo de cambio y los precios se define como $[-r(1+g) + ea(1+r)]/(1+g+r+gr)$ multiplicado por el stock de deuda del período anterior. r aumenta con la apreciación de la moneda local ($e > 0$) y el aumento de la inflación (basado en el deflactor del PIB).</p> <p>3/ Para la proyección, la línea incluye el efecto de las variaciones del tipo de cambio y los precios.</p> <p>4/ Se define como el déficit en cuenta corriente, más la amortización de la deuda a mediano y largo plazo, más la deuda a corto plazo al final del período anterior.</p> <p>5/ Las variables clave incluyen el crecimiento del PIB real, la tasa de interés nominal, el crecimiento del deflactor del dólar y la cuenta corriente sin incluir intereses y las entradas que no generan deuda como porcentaje del PIB.</p>											