



# PARAGUAY

## CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DE 2017— COMUNICADO DE PRENSA; INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO

julio de 2017

Conforme al Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI mantiene conversaciones bilaterales con sus miembros, habitualmente todos los años. En el contexto de la Consulta del Artículo IV correspondiente a 2017 con Paraguay, se han publicado los siguientes documentos adjuntos:

- Un **comunicado de prensa**
- El **informe del personal técnico** preparado por un equipo de funcionarios del FMI para consideración del Directorio Ejecutivo el 2 de junio de 2017, tras las conversaciones con autoridades de Paraguay sobre la evolución de la economía y de las políticas económicas que concluyeron el 2 de junio de 2016. En base a la información disponible en el momento en que se mantuvieron dichas conversaciones, la elaboración del informe del personal técnico concluyó el 7 de julio de 2017.

El documento que se indica a continuación se ha publicado o se publicará por separado.

Documento de temas seleccionados (serie "Selected Issues Paper")

La política de publicación de los informes del personal técnico y otros documentos permite la supresión de información que sea considerada confidencial frente al mercado.

Para solicitar ejemplares de este informe, diríjase a:

International Monetary Fund • Publication Services

PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090

Teléfono: (202) 623-7430 • Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) Página web: <http://www.imf.org>

Precio por ejemplar: US\$18,00

**Fondo Monetario Internacional  
Washington, D.C.**



Comunicado de Prensa No. 17/ 295  
PARA SU PUBLICACIÓN INMEDIATA  
24 de julio de 2017

Fondo Monetario Internacional  
Washington, DC 20431, EE.UU.

### **El Directorio Ejecutivo del FMI concluye la Consulta del Artículo IV con Paraguay correspondiente a 2017**

El 24 de julio de 2017, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV<sup>1</sup> con Paraguay, y consideró y aprobó la evaluación preparada por el personal técnico sin celebrar una reunión<sup>2</sup>.

#### **Antecedentes**

Paraguay ha crecido vigorosamente a pesar de enfrentar condiciones externas menos favorables. La economía cobró impulso hacia fines de 2016 y creció a una tasa de 6½ por ciento (interanual) en el primer trimestre de 2017. La expansión en curso experimentada en la economía parece estar propagándose a todos los sectores, aunque el crecimiento del crédito privado sigue siendo débil. Del lado de la oferta, el sólido crecimiento obedece a una cosecha de soja sin precedentes, el auge de la actividad de la construcción y la recuperación del sector de la maquila. Del lado de la demanda, se han robustecido la inversión privada y el consumo, así como la inversión pública. La inflación se mantiene por debajo de la meta, recientemente reducida, del 4 por ciento, pese a que las presiones inflacionarias subyacentes están aumentando.

La política monetaria continúa siendo expansiva, tras dos recortes de la tasa de política monetaria a mediados de 2016, dadas las expectativas inflacionarias firmemente ancladas y el débil crecimiento del crédito. La política fiscal se ha caracterizado por la restricción del gasto corriente y una reorientación hacia el gasto de capital. El resultado presupuestario, que arrojó un déficit fiscal de 1,4 por ciento del PIB el año pasado, estuvo dentro del límite

---

<sup>1</sup> Conforme al Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI mantiene conversaciones bilaterales con sus miembros, habitualmente todos los años. Un equipo de funcionarios del FMI visita el país, recaba información económica y financiera, y analiza con las autoridades la evolución del país y sus políticas en materia económica. Tras regresar a la sede del FMI los funcionarios elaboran un informe que sirve de base para el análisis del Directorio Ejecutivo.

<sup>2</sup> El Directorio Ejecutivo toma decisiones conforme al procedimiento de aprobación tácita por vencimiento cuando el Directorio acuerda que una propuesta puede considerarse sin convocar a deliberaciones formales.

establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal, lo que implica la aplicación de políticas más restrictivas.

Se estima que el crecimiento del PIB real llegue al 4,2 por ciento en 2017, debido a la moderación del ritmo de la actividad en el segundo semestre del año. Es probable que la inversión sea decisiva a la hora de impulsar el crecimiento, con la realización de importantes proyectos de infraestructura. También es probable que el crecimiento del consumo siga cobrando impulso. Debido al fortalecimiento de la demanda interna, se estima que el superávit de la cuenta corriente se reduzca del 1,7 por ciento del PIB registrado el año pasado al 1,2 por ciento este año, pese al sólido crecimiento de las exportaciones. En el mediano plazo, se espera que el PIB real se mantenga cercano al potencial, en un nivel ligeramente inferior al 4 por ciento. Las perspectivas presentan riesgos a la baja, especialmente debido a la creciente incertidumbre política en Brasil.

### **Evaluación del Directorio Ejecutivo**

Pese a un contexto externo más difícil, Paraguay ha crecido más rápidamente que otros países de la región y este impulso se está ampliando. El crecimiento superior al potencial registrado en 2016 y este año, del orden del 4 por ciento, supera con creces al de los principales socios comerciales de la región y al promedio de América Latina. Parte de este crecimiento se debe también a la convergencia con los niveles de ingreso per cápita de otros países de mercados emergentes y es resultado de una mejora continua de la capacidad productiva, la diversificación de los mercados y el fortalecimiento de las instituciones. Además, más recientemente, algunos shocks de oferta positivos, principalmente debidos a factores climáticos, dieron un impulso favorable a los sectores de la agricultura y la energía, pero hay señales de que el fuerte desarrollo económico se está expandiendo a otros sectores y a la demanda interna.

La combinación de medidas de política económica ha sido adecuada y, en general, ha apuntalado la actividad, pero la política monetaria expansiva debe irse replegando. Se espera que este año la política fiscal adopte una postura neutra y se mantenga la política de reorientación del gasto hacia el gasto de capital y dentro de los límites establecidos por la Ley de Responsabilidad Fiscal en función de la ejecución presupuestaria. La política monetaria ha sido adecuadamente expansiva para respaldar la recuperación hacia fin del año pasado. No obstante, a medida que aumenten las presiones inflacionarias subyacentes y se reanude el crecimiento del crédito bancario, esta orientación expansiva debe ir replegándose gradualmente para mantener la inflación en niveles bajos. La posición externa se estima que sea más sólida de lo que indican los fundamentos económicos y las buenas políticas. Absorber el exceso de liquidez aumentando la emisión de instrumentos de regulación monetaria (IRM) por parte del Banco Central del Paraguay (BCP) y vendiendo las reservas de dólares ayudaría a alinear la tasa de política monetaria establecida como meta a la tasa interbancaria.

Las autoridades se han esforzado por cumplir la Ley de Responsabilidad Fiscal, pero hay espacio para realizar nuevas reformas fiscales. El presupuesto de 2017 culminó con un veto presidencial sin precedentes, lo que pone de relieve la necesidad de fortalecer el proceso presupuestario y reformar el marco de gestión financiera pública. Para aumentar la credibilidad del ancla fiscal, sería conveniente modificar la evaluación del cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal e incluir la etapa de ejecución, además de la etapa de aprobación, del presupuesto. Los sistemas de pensiones y de salud también enfrentan desequilibrios a corto y largo plazo y es necesario reformarlos.

Con respecto a la política monetaria, el marco de metas de inflación ha funcionado adecuadamente en Paraguay, pero puede ser reforzado. Además de reducir el corredor de tasas de política, también se podría mejorar la previsibilidad de las operaciones cambiarias, dado que las ventas de dólares no siempre se han aplicado según lo anunciado. Las intervenciones discrecionales en los mercados cambiarios se deben seguir limitando a circunstancias excepcionales, como por ejemplo, la presencia de condiciones desordenadas en el mercado. Por otra parte, el alto grado de dolarización del crédito sigue limitando la capacidad del BCP de afectar las tasas de interés del mercado. Por último, un mayor uso de directrices sobre políticas prospectivas en las declaraciones públicas podría mejorar la comunicación del Banco Central y la previsibilidad de la política monetaria.

El sector financiero parece sólido, aunque los bancos deben continuar fortaleciendo sus balances tras una década de rápido crecimiento del crédito. El sistema bancario sigue siendo rentable y los coeficientes de capital declarados parecen holgados, pero tomará un tiempo completar el ajuste en curso de los balances. Las mediciones más generales de la calidad de los préstamos se han ido deteriorando a lo largo del año y se mantienen en niveles elevados. Como respuesta, los bancos han aumentado su constitución de reservas y los préstamos morosos se mantienen en niveles manejables. Hay indicios de que los créditos concedidos por prestamistas no tradicionales y no sujetos a regulación van en aumento, pero siguen representando una pequeña fracción del crédito.

Las autoridades han logrado importantes avances en la adopción de una supervisión bancaria basada en riesgos, entre ellos, la ratificación de la nueva Ley de Bancos de diciembre de 2016. Pero esta ley es solo parte de un programa más amplio dirigido a fortalecer la supervisión del sector financiero que debe seguir llevándose adelante. Las autoridades deben continuar avanzando en iniciativas fundamentales tales como: (i) la modificación de la ley orgánica del BCP; (ii) la creación de un consejo de estabilidad financiera; (iii) la adopción de una garantía de depósitos para las cooperativas de ahorro y crédito; y (iv) la integración de la información financiera a través de una única central de riesgos. Además, la aprobación de una legislación sobre sociedades anónimas e instrumentos al portador que se ajuste a las normas internacionales aumentaría la transparencia de la entidad y contribuiría a salvaguardar las relaciones de banca corresponsal.

Las autoridades han avanzado en la puesta en marcha de los programas de reformas estructurales, pero es necesario seguir redoblando esfuerzos. Se ha avanzado en varias áreas del Plan Nacional de Desarrollo (PND) y hay proyectos estratégicos de infraestructura en curso. La transparencia y la administración tributaria se han fortalecido en varios aspectos. No obstante, se debe seguir trabajando para eliminar los obstáculos institucionales que afronta la lucha contra la evasión fiscal e incrementar la inversión en transporte y en la transmisión y distribución de energía, dados los importantes déficits de infraestructura. Además, para consolidar los avances obtenidos en la última década en cuanto a la reducción de la desigualdad, se deberá reforzar la puesta en práctica de las prioridades del PND en materia de educación, formación y ampliación de las transferencias monetarias condicionadas. Una reforma tributaria que reduzca la dependencia de los impuestos indirectos y mantenga las tasas del impuesto a la renta en niveles bajos, pero limite las deducciones, podría mejorar la progresividad y ayudaría a financiar las iniciativas para fomentar un crecimiento más inclusivo.

La calidad de la información con fines de monitoreo se está mejorando. Recientemente, Paraguay ha comenzado a participar en el reforzado Sistema General de Divulgación de Datos (r-SGDD) para divulgar datos macroeconómicos fundamentales disponibles. Los directores ejecutivos exhortaron a las autoridades a dar los pocos pasos que quedan para adherirse a las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) más estrictas.

## Paraguay: Indicadores económicos y sociales

I. Indicadores sociales y demográficos								
Población en 2016 (millones)	6,8					Índice Gini (2015)		47,1
Tasa de desempleo (2016)	6,0					Esperanza de vida al nacer (2015)		73,0
Porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza (2016)	28,9					Tasa de analfabetismo, adultos (2015)		4,5
Clasificación en el índice de desarrollo del PNUD (2015)	110 de 186					PIB per cápita (USD 2016)		4.003
II. Indicadores económicos								
						Est.	Proy.	Proy.
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)							
<b>Ingreso y precios</b>								
PIB real	4,3	-1,2	14,0	4,7	3,0	4,1	4,2	3,9
PIB nominal	10,8	3,4	15,0	10,1	3,1	9,6	8,4	7,7
PIB per cápita (USD, miles)	3,9	3,8	4,4	4,6	4,0	4,0	4,2	4,4
Precios al consumidor (final del periodo)	4,9	4,0	3,7	4,2	3,1	3,9	4,1	4,0
Tipo de cambio nominal (guarani por USD, final del periodo)	4.440	4.289	4.524	4.626	5.807	5.767	...	...
<b>Sector monetario</b>								
Emisión monetaria	11,6	17,5	13,2	8,9	2,9	4,9	5,6	5,6
Crédito al sector privado 1/	25,6	15,8	19,7	19,8	8,7	1,2	0,7	2,3
Pasivos frente al sector privado	19,3	14,0	20,0	15,9	4,0	3,8	1,5	4,6
Tasa política monetaria, fin del año	7,3	5,5	6,0	6,8	5,8	5,5	5,8	6,0
<b>Sector externo</b>								
Exportaciones (valores fob)	20,7	-7,8	16,7	-3,7	-16,8	2,4	5,5	4,9
Importaciones (valores cif)	22,9	-5,9	7,8	1,1	-14,6	-5,1	6,6	7,9
Términos de intercambio	14,3	-10,2	11,4	9,8	-4,9	3,5	-4,3	0,7
Tipo de cambio efectivo real 2/	11,8	-1,6	5,2	3,2	-1,9	-2,1	...	...
	(Como porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)							
<b>Cuenta corriente</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>
Balanza comercial	3,4	2,3	5,7	3,3	2,1	5,0	4,6	3,5
Exportaciones	50,3	47,4	47,0	42,4	39,9	40,7	40,4	39,9
De las cuales: Electricidad	9,0	9,1	7,7	7,1	7,5	7,8	7,3	6,9
Importaciones	-46,9	-45,1	-41,2	-39,1	-37,8	-35,7	-35,9	-36,4
De las cuales: Importaciones de petróleo	-6,0	-6,7	-6,0	-5,5	-3,3	-2,9	-3,7	-3,6
<b>Cuenta de capital y cuenta financiera</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>0,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>
Gobierno general	-0,2	-0,1	1,8	3,2	1,5	2,8	2,5	0,6
Sector privado	2,1	3,9	-3,0	1,0	-0,9	-0,4	-0,3	-0,3
Del cual: Inversión directa	2,2	1,9	0,2	1,1	0,9	1,0	1,1	1,1
Errores y omisiones	0,8	-1,8	1,6	-1,2	-0,3	2,0	0,0	0,0
<b>Reservas internacionales brutas (en millones de USD)</b>	<b>4.984</b>	<b>4.994</b>	<b>5.871</b>	<b>6.891</b>	<b>6.200</b>	<b>7.143</b>	<b>8.128</b>	<b>8.244</b>
En meses de importación de bienes y servicio del próximo año	5,0	4,6	5,3	7,2	6,8	7,4	7,8	7,6
Proporción con respecto a la deuda externa a corto plazo	2,7	1,9	2,4	2,9	2,5	2,7	3,1	3,1
<b>Inversión interna bruta</b>	<b>17,1</b>	<b>15,1</b>	<b>15,4</b>	<b>16,3</b>	<b>16,8</b>	<b>18,0</b>	<b>20,2</b>	<b>20,6</b>
<b>Ahorro nacional bruto</b>	<b>17,5</b>	<b>13,0</b>	<b>17,1</b>	<b>15,9</b>	<b>15,8</b>	<b>19,7</b>	<b>21,4</b>	<b>20,7</b>
<b>Ingresos del gobierno central</b>	<b>18,0</b>	<b>19,0</b>	<b>17,1</b>	<b>17,9</b>	<b>18,7</b>	<b>18,3</b>	<b>18,0</b>	<b>18,0</b>
De los cuales: Ingresos tributarios	12,6	12,7	11,8	12,7	12,7	12,5	12,6	12,7
<b>Gastos del gobierno central</b>	<b>17,0</b>	<b>20,6</b>	<b>18,8</b>	<b>19,0</b>	<b>20,5</b>	<b>19,7</b>	<b>19,5</b>	<b>19,6</b>
De los cuales: Remuneración de empleados	7,5	9,4	9,1	8,8	9,3	8,5	8,3	8,3
De los cuales: Adquisición neta de activos no financieros	2,3	2,6	2,3	2,4	2,6	2,9	3,0	3,0
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto del gobierno central</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
<b>Saldo primario del gobierno central</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>
<b>Deuda del sector público (excluidas letras del Banco Central)</b>	<b>13,0</b>	<b>16,2</b>	<b>17,0</b>	<b>19,7</b>	<b>24,0</b>	<b>24,6</b>	<b>25,4</b>	<b>25,1</b>
De la cual: Moneda extranjera	11,0	10,8	11,6	14,0	18,0	19,3	20,8	20,2
De la cual: Moneda nacional	1,9	5,3	5,4	5,8	6,0	5,3	4,6	4,9
<b>Partidas informativas:</b>								
PIB (miles de millones de guaraníes)	105.203	108.832	125.152	137.798	142.003	155.603	168.691	181.666
PIB (miles de millones de USD)	25,1	24,6	29,0	30,9	27,3	27,4	...	...

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

1/ Incluye el crédito en moneda nacional y el crédito en moneda extranjera valorados a un tipo de cambio constante.

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



## PARAGUAY

### INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2017

7 de julio de 2017

#### TEMAS PRINCIPALES

**Contexto.** Paraguay ha tenido un desempeño macroeconómico robusto. Sin embargo, para que la expansión sea duradera, debe continuar extendiéndose a más sectores y ser más inclusiva. La recuperación de los socios más importantes sigue siendo incierta, y los riesgos internos incluyen shocks meteorológicos y los ajustes que se están incorporando a los balances bancarios. El fortalecimiento de las instituciones y la corrección de las deficiencias de la infraestructura son esenciales para superar los impedimentos a una más rápida convergencia de los ingresos y a un crecimiento más inclusivo.

#### **Principales conclusiones y recomendaciones sobre políticas.**

**Se prevé que este año el crecimiento siga siendo vigoroso, con una base más amplia.** Más allá de la agricultura, se observa ahora ímpetu económico también en la industria y los servicios. Hay indicios de robustecimiento de la demanda interna, apuntalada también por la inversión pública. Esto apunta a otro año de crecimiento por encima del 4 por ciento. El nivel general de inflación se mantiene moderado y se prevé que converja hacia la meta de 4 por ciento para fin de año.

**La política fiscal debería ceñirse a los topes numéricos de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF).** Se prevé que las autoridades mantengan un déficit cercano a 1½ por ciento, en consonancia con la LRF, lo cual implica una orientación más bien neutral. El veto del presupuesto de 2017 puso de manifiesto la necesidad de reforzar el proceso presupuestario. Para afianzar la credibilidad del ancla fiscal, el cumplimiento con la LRF debería incluir las etapas de ejecución y aprobación del presupuesto. Para dotar a los programas de pensiones y de salud de cimientos sostenibles, la reforma debería incluir cambios paramétricos.

**La política monetaria es acomodaticia, pero debería adquirir paulatinamente una orientación más restrictiva.** A medida que la demanda interna continúe afianzándose, la expansión del crédito se reanuda y la inflación aumenta, el banco central debería endurecer gradualmente la política monetaria. El marco podría robustecerse absorbiendo el exceso de liquidez en el mercado, reduciendo la elevada dolarización del crédito y ciñéndose a un calendario de ventas de dólares anunciadas con anticipación. También hay margen para mejorar la comunicación del banco central.

**Las reformas estructurales son necesarias para sustentar un crecimiento más pujante y más inclusivo.** La implementación más vigorosa de las prioridades del Plan Nacional de

Desarrollo (PND), como la infraestructura y la educación, podría contribuir a limitar presiones que recrudecen la desigualdad tras un colapso de los precios de las materias primas. La expansión de la base tributaria podría ayudar a financiar estas inversiones y los programas redistributivos, mejorando a la vez la progresividad del sistema impositivo.

**El sector financiero parece sólido.** El ajuste de los balances que ha puesto en marcha el sector bancario ilustra la necesidad de seguir avanzando con el plan de reforma financiera de las autoridades. La aprobación de la Nueva Ley de Bancos en diciembre de 2016 constituye un buen paso, y su implementación es crítica para reforzar la supervisión basada en los riesgos.



Aprobado por  
**Jorge Roldos (WHD)**  
y **Vikram Haksar**  
(SPR)

Las conversaciones tuvieron lugar en Asunción del 22 de mayo al 2 de junio de 2017. El equipo estuvo integrado por los siguientes funcionarios: H. Faruqee (Jefe), A. Santos (Representante Residente Principal), A. David, G. Keim, M. Kim y M. Santoro (todos del Departamento del Hemisferio Occidental), con la asistencia de E. Tawfik como auxiliar de investigación y de I. Sirbu para tareas editoriales. J. Corvalan (Oficina de Directores Ejecutivos) asistió a las reuniones sobre políticas. El equipo se reunió con el Presidente del Banco Central de Paraguay (BCP), Carlos Fernández; el entonces Ministro de Hacienda, Santiago Peña; el Ministro de Obras Públicas y Comunicaciones, Ramón Jiménez; el Ministro de Planificación, José Molinas; el Ministro de Trabajo, Guillermo Sosa; el Ministro de Acción Social, Héctor Cárdenas; así como con otros altos funcionarios y representantes del sector privado, centros de estudio y la comunidad de donantes.

## ÍNDICE

<b>PARAGUAY: UNA EXPANSIÓN DESTACADA</b>	<b>5</b>
A. Evolución reciente	5
B. Balance externo	8
C. Perspectivas y riesgos	9
D. Vínculos macrofinancieros	11
<b>POLÍTICAS MACROECONÓMICAS</b>	<b>12</b>
<b>POLÍTICAS ESTRUCTURALES</b>	<b>14</b>
A. Reformas para un crecimiento sostenible e inclusivo	14
B. Afianzamiento de la gestión fiscal	16
C. Retos del sistema de pensiones y salud, y posibles reformas	19
D. Imprimir más eficacia y previsibilidad a la política monetaria	20
E. Continuidad de las reformas de la regulación y la supervisión financiera	22
<b>EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO</b>	<b>24</b>
<b>RECUADROS</b>	
1. Matriz de evaluación de riesgos	27
2. Dolarización en Paraguay	28
<b>GRÁFICOS</b>	
1. Una economía en expansión	30
2. ¿Avance sin tropiezos?	31
3. Adopción de políticas adecuadas	32
4. Fortalecimiento de la gestión fiscal	33
5. Desafíos en materia de política monetaria	34

6. Un giro en el ciclo del crédito _____	35
7. Prioridades para asegurar un crecimiento sostenible e inclusivo _____	36

## CUADROS

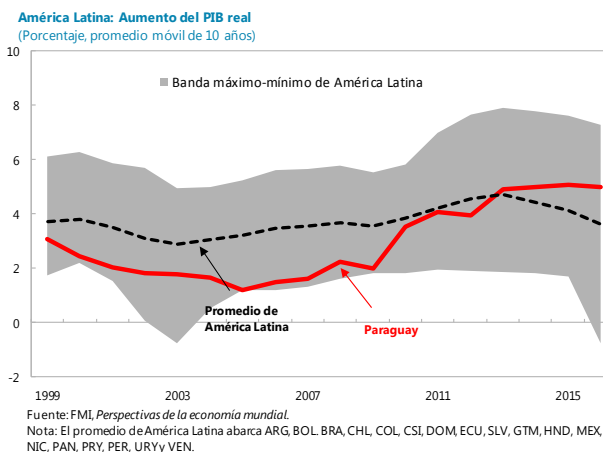
1. Indicadores económicos y sociales seleccionados _____	37
2. Operaciones del gobierno central _____	38
3. Operaciones del sector público consolidado _____	39
4. Resumen de las cuentas del Banco Central _____	40
5. Resumen de las cuentas del sistema financiero _____	41
6. Balanza de pagos _____	42
7. Indicadores de vulnerabilidad externa _____	43

## ANEXOS

I. Shock de los precios de las materias primas y desigualdad del ingreso en Paraguay _____	45
II. Procesos presupuestarios en Paraguay: Una perspectiva comparativa _____	48
III. La movilización del ingreso tributario en Paraguay _____	50
IV. Puesta en práctica de recomendaciones anteriores del FMI en materia de políticas _____	53
V. Evaluación de la estabilidad externa _____	54
VI. Análisis de sostenibilidad de la deuda pública _____	57

## PARAGUAY: UNA EXPANSIÓN DESTACADA

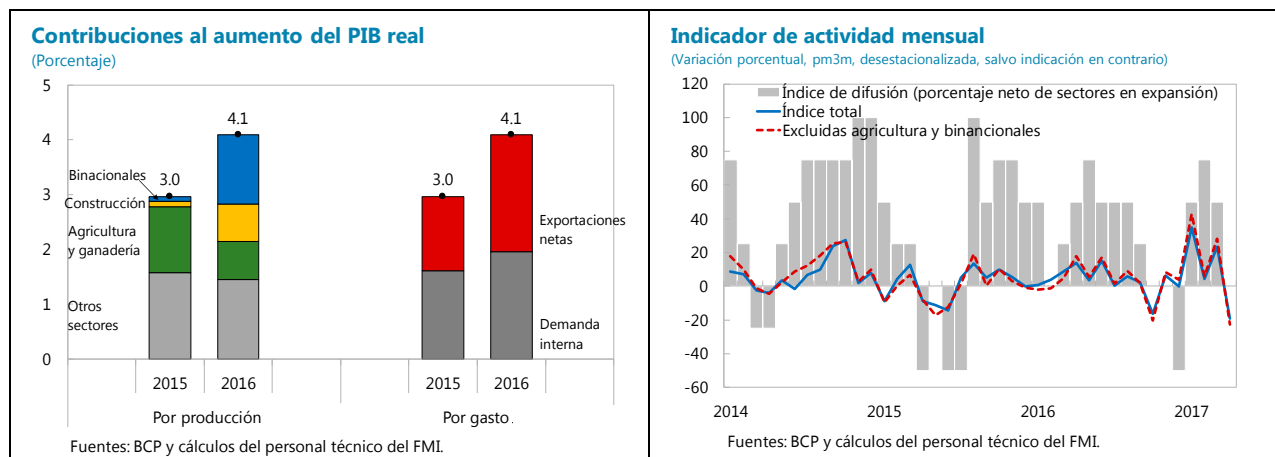
**1. Paraguay enfrenta condiciones externas menos propicias, pero en los últimos años su desempeño se destaca dentro de la región.** Los obstáculos al crecimiento regional más allá del corto plazo están relacionados con el nivel persistentemente bajo de los precios de las materias primas de exportación y con los problemas estructurales de América Latina. A pesar de estos vientos en contra, Paraguay ha logrado mejorar su ritmo de crecimiento relativo en los últimos años. Las mejoras del marco y las políticas macroeconómicas, los shocks favorables a la agricultura y la electricidad, la presencia de una población más joven que fomenta la competencia en términos de los costos laborales y los esfuerzos del sector público por corregir las deficiencias de la infraestructura han compensado la coyuntura regional desfavorable y la caída de los precios de las materias primas de exportación.



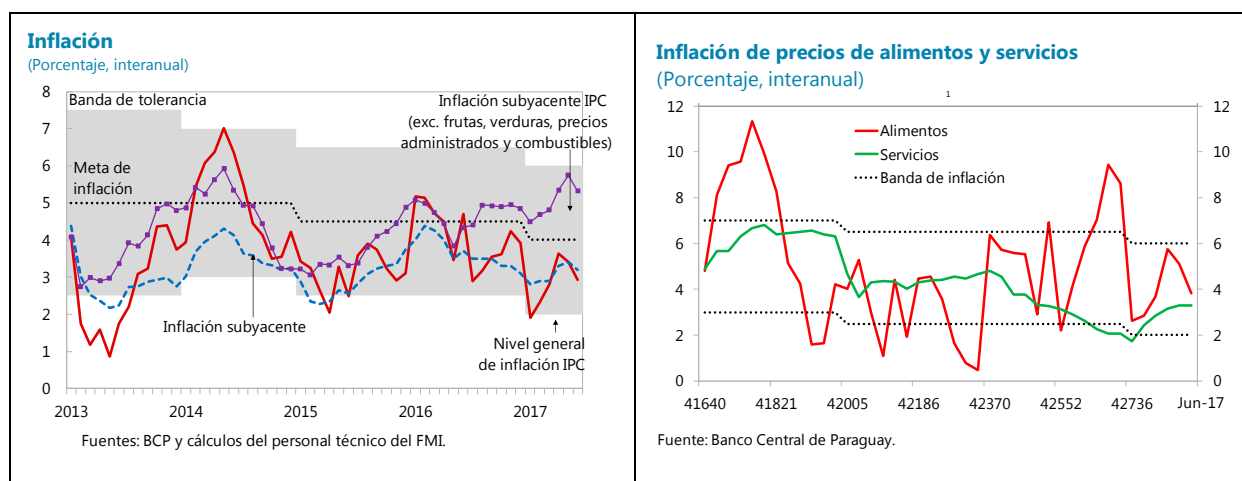
### A. Evolución reciente

**2. El crecimiento ha superado las expectativas en lo que va del año y la expansión se ha ampliado a más sectores.** La economía cobró impulso hacia fines de 2016 y continuó expandiéndose significativamente —6½ por ciento (interanual)— durante el primer trimestre de 2017. En comparación con el año pasado, hay indicios de que la expansión abarca más sectores de la economía.

- *Del lado de la oferta:* La pujanza del crecimiento refleja el auge del sector de la construcción, la actividad comercial favorable de localidades fronterizas con Brasil y Argentina, el repunte de la maquila y una cosecha de soja particularmente abundante, que se benefició de un nivel récord de rendimiento y condiciones meteorológicas favorables.
- *Del lado de la demanda:* El consumo y la inversión privada se han fortalecido, junto con la inversión del sector público. La inversión relacionada con la construcción y la agricultura ha sido financiada principalmente por fuentes alternativas al crédito bancario, como fondos extranjeros (por ejemplo, IED) y flujos de tesorería de las empresas. El consumo privado se ha beneficiado del aumento de los salarios mínimos de fines de 2016 y de la expansión de sectores con uso intensivo del trabajo, como los servicios y la maquila.



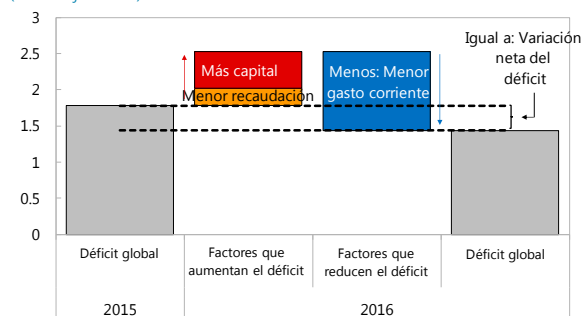
**3. La inflación se mantiene por debajo de la meta, aunque las presiones inflacionarias subyacentes van en aumento.** El nivel general de inflación según el IPC ha sido bajo y la presencia de cierto grado de desinflación llevó al Banco Central de Paraguay (BCP) a recortar las tasas en dos ocasiones a mediados de 2016. En febrero, el BCP redujo la meta de inflación en 50 puntos básicos, a  $4 \pm 2$  por ciento, fundamentándose en un nivel de inflación más bajo y menos volátil, la convergencia hacia los niveles regionales y un menor efecto de traslado del tipo de cambio. Las expectativas del mercado no tardaron en ajustarse a la nueva meta y el nivel general de inflación retrocedió en junio de 3,4 por ciento a 2,9 por ciento. Sin embargo, la inflación subyacente viene aumentando de manera sostenida desde comienzos del año a 5,3 por ciento, como consecuencia de los aumentos salariales y el afianzamiento de la demanda interna<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> El análisis del personal técnico, basado en pruebas de causalidad de Granger, sugiere que la inflación subyacente precede al nivel general de inflación.

**4. La política fiscal se ha caracterizado por la moderación del gasto corriente y un vuelco hacia el gasto de capital.** El déficit de 1,4 por ciento del PIB registrado el año pasado cumplió con la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), lo cual implica un endurecimiento de la política<sup>2</sup>. Las autoridades compensaron la caída del ingreso fiscal y el aumento de la inversión recortando el gasto corriente, especialmente en remuneraciones. Esta reorientación hacia el gasto de capital se mantiene en lo que va del año. Los datos hasta mayo de 2017 muestran que el gasto salarial del sector público continúa descendiendo como porcentaje del PIB.

**Factores que influyeron en el déficit de 2016**  
(Porcentaje del PIB)

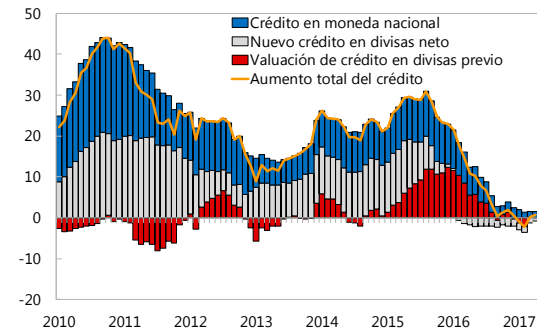


Fuentes: Ministerio de Hacienda y cálculos del personal técnico del FMI.

**5. La concesión de créditos bancarios está estancada.** Tras una rápida expansión en 2004–15, el crédito bancario se desaceleró rápidamente tras la caída de los precios de las materias primas y dada la cautela de los bancos a la hora de otorgar préstamos. El crédito bancario en moneda extranjera se contrajo desde el año pasado dada la debilidad de la demanda, ya que entre otras cosas se recortaron los planes de inversión agrícola en vista de una rentabilidad disminuida. La expansión del crédito en guaraníes se ha moderado, dado que el crédito a los consumidores también ha sido débil. En lo que respecta a la oferta de crédito, el aumento de la morosidad —los indicadores más amplios de préstamos en problemas apuntan a un deterioro de las carteras crediticias de los bancos desde mediados de 2016— y el mayor nivel de provisionamiento ha llevado a los bancos a analizar nuevas solicitudes de crédito con una actitud cautelosa. Sin embargo, la actitud de las instituciones de crédito ante el futuro —un indicador importante— adquirió hace poco matices positivos. Más allá de los bancos comerciales, hay indicios de que el crédito originado por prestamistas no tradicionales y no regulados se encuentra en expansión, aunque sigue siendo una pequeña proporción del crédito total.

**Contribuciones al aumento del crédito privado bancario**

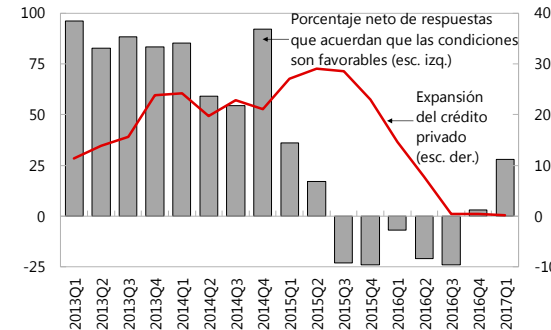
(Porcentaje, interanual)



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

**Actitud de los prestamistas y expansión del crédito**

(Balance de opinión, porcentaje; expansión del crédito privado, porcentaje interanual)



Fuentes: BCP y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>2</sup> El saldo estructural estimado (excluidas regalías y donaciones) apunta a un impulso fiscal negativo de alrededor de 1,4 por ciento del PIB potencial no agrícola y no energético. Un indicador más convencional del saldo primario ajustado en función del ciclo sugiere un impulso fiscal negativo de 0,8 por ciento del PIB potencial en 2016.

## B. Balance externo

**6. La cuenta comercial y la cuenta corriente se encuentran en superávit.** Los shocks favorables de la oferta registrados —entre ellos, una producción eléctrica sin precedentes, la mejora de los términos de intercambio y los volúmenes de exportación— dieron ímpetu a la balanza comercial, empujando la cuenta corriente de 2016 a un superávit equivalente a 1,7 por ciento del PIB. Los datos de mayo apuntan a la solidez ininterrumpida de la dinámica de la exportación a corto plazo, gracias a la abundante cosecha de soja y a las robustas reexportaciones, dado que el comercio transfronterizo y la actividad de la maquila repuntaron con la actividad económica positiva de Brasil y Argentina. Tras el fortalecimiento de la demanda interna, las importaciones también crecieron con vigor entre enero y mayo, en términos de los bienes tanto de consumo como de capital, tras la drástica contracción que sufrió la importación de bienes de capital el año pasado, cuando las empresas agrícolas limitaron sus planes de inversión.

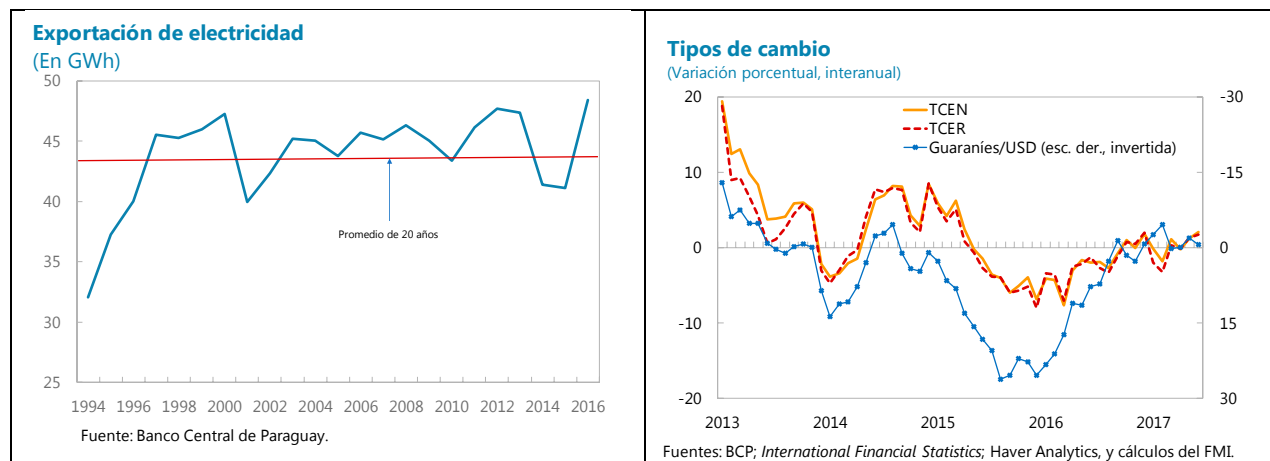
**7. Las reservas han alcanzado niveles elevados y el guaraní se ha apreciado ligeramente.** La posición externa se fortaleció y se estima que ahora es más sólida de lo que implican las variables fundamentales y las políticas aconsejables. La acumulación de reservas continuó y estas representan ahora 26 por ciento del PIB, un nivel superior a los parámetros estándar (por ejemplo, 190 por ciento del indicador ARA). Al mismo tiempo, el BCP anunció con frecuencia la venta de dólares derivados de las exportaciones de electricidad de las binacionales, pero no las llevo a cabo según lo previsto, optando por acumular reservas<sup>3</sup>. El guaraní ha fluctuado poco desde el comienzo del año; el TCER se apreció apenas 1,7 por ciento hasta junio. El personal técnico estima que el TCER está ligeramente subvaluado, aun teniendo en cuenta el nivel inesperadamente alto de las exportaciones de electricidad (véase el gráfico)<sup>4</sup>.

Metodología de evaluación de la balanza externa (EBA) – 2016					
	EBA – Cuenta corriente				EBA – TCER
	Norm. <sup>1/</sup>	Saldo <sup>1/</sup>	Brecha	TCER <sup>2/</sup>	TCER <sup>2/</sup>
<b>EBA-lite (sin ajuste CC) 3/</b>	-2.5	1.7	4.2	-13.7	-2.0
<b>EBA-lite (con ajuste CC) 3/</b>	-2.5	0.5	3.0	-9.8	

1/ Porcentaje del PIB.  
 2/ Porcentaje. + indica sobrevaluación respecto de la referencia implícita.  
 3/ Ajustada en función de los ingresos (excepcionales) elevados por exportación de electricidad.

<sup>3</sup> El BCP está obligado a adquirir los dólares de EE.UU. que el gobierno recibe de las plantas hidroeléctricas binacionales. Para esterilizar estas compras, el BCP suele vender los dólares en “operaciones compensatorias” siguiendo un calendario previamente anunciado. Sin embargo, puede suspender las ventas en cualquier momento y a veces, en su lugar, emite títulos propios. Estas operaciones con divisas son distintas de las “operaciones complementarias” realizadas para corregir condiciones de mercado desordenadas.

<sup>4</sup> Como muestra uno de los gráficos, la producción eléctrica superó los promedios históricos en 2016, con una producción récord de 48 millones de GWh. En el saldo ajustado, suprimimos la proporción temporaria de estos valores de exportación.



## Opiniones de las autoridades

**8. Las autoridades opinaron que, en términos generales, el tipo de cambio real concuerda con las variables fundamentales.** El BCP no estimó apropiado vender reservas en divisas siguiendo el cronograma anunciado para evitar amplias fluctuaciones del tipo de cambio, dado un volumen de negociación en el mercado de cambios (es decir, del dólar de EE.UU.) menor que el previsto. Argumentaron que el comportamiento del BCP en relación con las ventas de dólares tuvo que ver con la necesidad de asegurar el buen funcionamiento de los mercados, donde ya parecía haber una sobreoferta de dólares y posibilidades de una volatilidad cambiaria excesiva. Las autoridades opinaron que, de cara al futuro, no habrá necesidad de acumular más reservas, lo cual también había contribuido al exceso de liquidez.

## C. Perspectivas y riesgos

**9. Las previsiones básicas del personal técnico contemplan un crecimiento superior al potencial.** Las perspectivas apuntan a un crecimiento de 4,2 por ciento en 2017, consecuencia de la moderación de la actividad en el segundo semestre<sup>5</sup>. Este escenario refleja la corrección de los shocks de oferta positivos y la ampliación de la expansión a otros sectores:

- *A corto plazo:* La inversión probablemente dará un fuerte impulso al crecimiento, en parte a través de grandes proyectos de infraestructura. El aumento del consumo debería fortalecerse gracias al aumento de los salarios mínimos (que fueron ajustados al alza nuevamente en julio de 2017) y del empleo. Se prevé que las exportaciones tengan un desempeño sólido en comparación con el año pasado, a pesar de cierta contracción del comercio con Brasil durante el segundo semestre. En vista del aumento de la demanda, el superávit en cuenta corriente se reduciría este año a 1,2 por ciento del PIB. El alza del precio de la electricidad, la inflación de los servicios y la caída de la deflación en componentes volátiles deberían empujar la inflación a alrededor de 4 por ciento (interanual) para fin de año. En cuanto a las políticas

<sup>5</sup> El indicador mensual de la actividad económica del Paraguay (IMAEP) ya da muestra de desaceleración, con un crecimiento acumulativo de 4,8 por ciento entre enero y abril, comparado con 7 por ciento en el primer trimestre.

macroeconómicas, el compromiso que han asumido las autoridades con el tope de la LRF implica una orientación fiscal neutral en 2017. Con la tasa de política monetaria por debajo de los niveles neutrales, las tasas interbancarias inferiores a la tasa de política monetaria y el tipo de cambio ligeramente subvaluado, las condiciones financieras siguen apoyando al crecimiento. Sin embargo, se espera que la tasa de política monetaria suba gradualmente hacia fines de año, a medida que el crédito dé indicios de suave recuperación.

- *A mediano plazo:* Se prevé que el PIB real siga creciendo cerca de su nivel potencial de casi 4 por ciento, impulsado por una coyuntura demográfica favorable, una inversión moderada y un aumento de la productividad acorde con el desempeño pasado. Dado que el gasto fiscal se incrementaría a la par del PIB, se prevén pocos cambios en los déficits presupuestarios globales. A mediano plazo, el superávit en cuenta corriente disminuiría hacia el nivel de equilibrio, a medida que las exportaciones crezcan en consonancia con la demanda de los socios y que los precios de las materias primas se estabilicen. Se prevé que el crédito se recupere a la vez que la IED se incremente gradualmente y que las instituciones del país se fortalezcan. La inflación seguirá acorde con la meta, dado que las expectativas están bien ancladas.

**10. Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja.** La agudizada incertidumbre política en Brasil y las perspectivas de reactivación no del todo firmes en Argentina constituyen los principales riesgos a la baja. Si la normalización iniciada por la Reserva Federal estadounidense se produce más rápido de lo previsto, el dólar de EE.UU. podría fortalecerse o las condiciones financieras podrían empeorar (inclusive para los bonos soberanos). Por añadidura, los efectos de contagio mundiales que afecten a Brasil podrían acarrear a su vez implicaciones para Paraguay. Si los precios de las materias primas son más débiles de lo esperado, también podría moderarse el crecimiento. En el ámbito nacional, los riesgos no financieros son shocks climáticos que podrían afectar al sector agropecuario y a la construcción. El sistema financiero podría ser vulnerable a una contracción del crédito más fuerte de lo previsto si las liquidaciones bancarias de propiedades bajo ejecución hipotecaria generan un círculo vicioso de caída de los precios de las tierras y pérdidas de valor de las garantías.

### Opiniones de las autoridades

**11. Las autoridades se manifestaron de acuerdo, en términos generales, con las opiniones del personal técnico sobre las perspectivas y los riesgos.** Asimismo, opinaron que la economía se aceleraría en 2017, con un vigoroso crecimiento impulsado por la inversión. Del lado de la oferta, la agricultura y la construcción liderarían el crecimiento este año, pero la manufactura y los servicios también ocuparían un lugar importante. Desde esta perspectiva, la continuidad de condiciones financieras favorables será clave para respaldar el crecimiento y mitigar los riesgos externos, dado que la expansión del crédito aún es débil. La incertidumbre política en Brasil está considerada como el principal riesgo para las perspectivas a corto plazo, aunque mayormente para el comercio de las localidades fronterizas, sobre todo si la moneda brasileña continúa depreciándose.



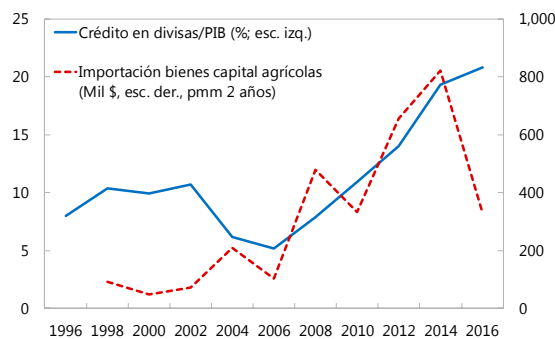
## D. Vínculos macrofinancieros

### 12. El impacto de los riesgos podría amplificarse a través de los vínculos macro-financieros.

Los principales canales tienen que ver con un sistema financiero basado en la banca, sumamente dolarizado y expuesto a un sector agrícola volátil:

- *Tipo de cambio:* Una fuerte apreciación del dólar podría golpear los balances de los bancos y los prestatarios, y reducir las utilidades. Esto, a su vez, podría restringir los planes de inversión de sectores críticos y atenuar el crecimiento. Sin embargo, los grandes prestatarios que se endeudan en moneda extranjera parecen tener una cobertura natural, lo cual mantendría contenidos los riesgos de descalces de monedas<sup>6</sup>. Los activos y los pasivos bancarios también están más o menos equilibrados, y las simulaciones estáticas hacen pensar que podrían resistir depreciaciones moderadas del guaraní. Sin embargo, los shocks más fuertes (por ejemplo, depreciaciones de más de 30 por ciento) podrían reducir notablemente las reservas de capital y, a su vez, limitar la capacidad de préstamo si algunos bancos tienen que tomar medidas para incrementar el capital, en ausencia de mayores requerimientos de capital sobre los préstamos denominados en dólares.
- *Agricultura:* Las crecientes tenencias bancarias de garantías ejecutadas —que incluyen tierras— probablemente se pongan en venta en uno o dos años<sup>7</sup>. El personal técnico prevé un impacto limitado en el precio de las tierras. Sin embargo, si se produjera una desaceleración más profunda, otro shock desfavorable para la agricultura —de índole meteorológico o relacionado con los precios— podría causar nuevos impagos y liquidaciones de garantías, y generar un círculo vicioso entre los valores de las tierras, las pérdidas bancarias, la solvencia de los prestatarios, la oferta de crédito y la inversión. Dada la importancia del crédito para financiar la inversión agrícola, el crecimiento del PIB se vería desfavorablemente afectado como consecuencia de ese círculo vicioso. Un riesgo extremo es que se produjeran simultáneamente fuertes shocks negativos en la agricultura y en el tipo de cambio.

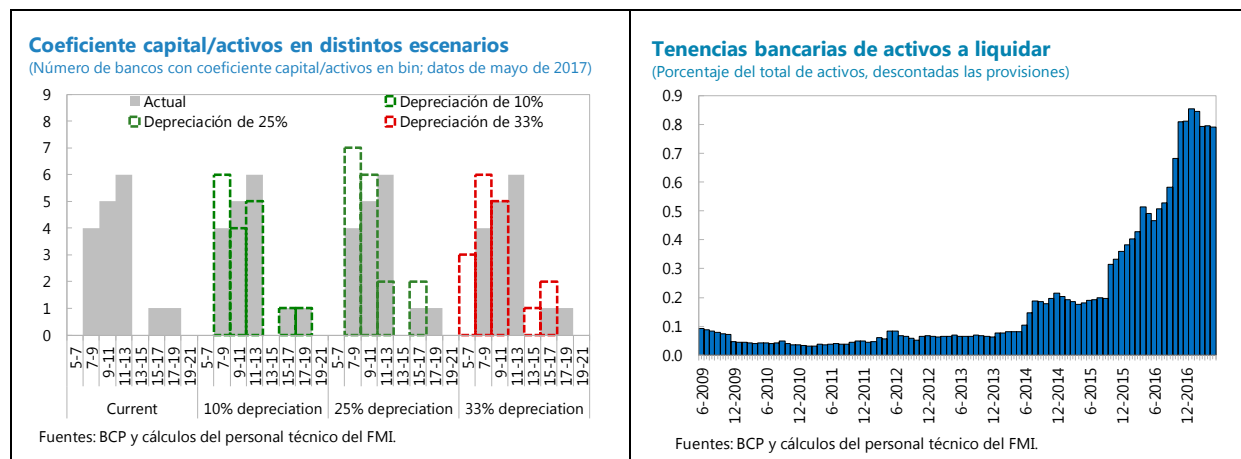
Crédito e importaciones de bienes de capital agrícolas



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>6</sup> Los principales sectores que captan voluminosos créditos en moneda extranjera se relacionan, en gran parte, con empresas agropecuarias. Según el análisis del personal técnico, el alza de los precios de la soja tiende a incrementar la dolarización del crédito (recuadro 1). Las variaciones del precio de la soja también influyen en la dolarización del crédito en otros sectores, aunque en menor grado; tal es el caso del comercio mayorista y los servicios, cuya cobertura frente al riesgo cambiario quizá no sea tan completa.

<sup>7</sup> Las regulaciones exigen que los bancos vendan las garantías reales ejecutadas durante los dos años siguientes a su ejecución o que se provisionen por el monto íntegro del valor tasado de la propiedad. Estos costos llevan a pensar que optarán por la venta.



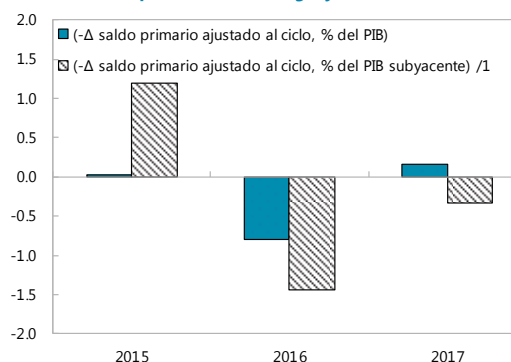
## Opiniones de las autoridades

**13. Las autoridades no consideran que el sector financiero represente riesgos significativos para la estabilidad.** Los bancos están bien capitalizados y tomaron medidas prudentes el año pasado, retirándose de segmentos como la agricultura que habían experimentado un crecimiento pujante durante el auge de los precios de las materias primas. La intensa dolarización del crédito está estrechamente vinculada con el hecho de que, en sectores críticos, las operaciones comerciales se realizan principalmente en dólares; por ende, no implica tener un riesgo significativo de descalce de monedas. Las autoridades también señalaron que el nivel de morosidad se mantiene bajo a pesar de la caída de los precios de las materias primas agrícolas, y que el provisionamiento bancario ha sido adecuado. Además, la escasa exposición de los bancos al sector de la construcción es un factor atenuante de los riesgos para la estabilidad financiera.

## POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

**14. La actual combinación de políticas es, en términos generales, adecuada.** Dada la posición de la economía dentro del ciclo económico, se justifica una orientación fiscal relativamente neutral este año (gráfico 2). El personal técnico respalda el compromiso de las autoridades con la meta de lograr un déficit equivalente a 1½ por ciento del PIB, como lo estipula la LRF, así como con la de mantener el cambio en la composición del gasto, en favor del gasto de capital, teniendo en cuenta el fuerte déficit de infraestructura del país y los beneficios que una inversión pública de

Medidas de impulso fiscal en Paraguay



Fuente: Estimaciones del personal técnico basadas en datos de las autoridades. /1 Excluidas regalías y donaciones; porcentaje del PIB no agrícola y no energético.

calidad podría aportar al crecimiento a mediano plazo<sup>8</sup>. El personal técnico estima que la tasa de política monetaria fijada por el banco central en 5,5 por ciento es ligeramente inferior a la neutral, calculada en torno a 6 por ciento (nominal). La orientación acomodaticia de la política monetaria apuntaló la recuperación económica hacia fines del año pasado dado el letargo de la demanda interna, la restrictividad de la política fiscal y la debilidad de la expansión del crédito.

**15. De cara al futuro, se debería eliminar paulatinamente la orientación monetaria**

**acomodaticia.** Dados los indicios de que el crecimiento se está expandiendo más allá de un número limitado de sectores y de que las presiones inflacionarias están aumentando, el personal técnico prevé que las autoridades irán endureciendo gradualmente la política monetaria con pequeñas alzas en 2017 y 2018, llevando la tasa real de política monetaria al nivel neutral estimado por el personal técnico y por el BCP. En el contexto de tasas interbancarias que se ubican persistentemente en el mínimo del corredor de la tasa de política monetaria o incluso por debajo, el personal técnico señaló que el mayor ímpetu económico, la reanudación de la expansión del crédito bancario y el mayor gasto interno, requerirá establecer condiciones financieras más restrictivas, entre otras cosas subiendo la tasa de política monetaria y, con ella, el corredor de tasas de interés. Sin embargo, de concretarse los riesgos a la baja para el crecimiento, las autoridades tienen margen para responder.

**16. Las condiciones financieras están distendidas y se debería reducir la liquidez del**

**sistema bancario.** Si bien la liquidez que mantiene el sistema bancario siempre ha sido elevada, su aumento reciente puede atribuirse en parte al enfriamiento de la actividad de préstamo del sector. Por añadidura, se ha creado liquidez mediante la compra de los dólares ingresados por las binacionales, lo cual ha llevado a una acumulación de reservas que no han sido esterilizadas. El aumento de la emisión de títulos del BCP (IRM) ha contrarrestado en parte el efecto de la acumulación de reservas en la liquidez. El personal técnico también señaló que, en vista de la abundancia de liquidez y con las tasas de interés de mercado por debajo de la tasa de política monetaria, es necesario emitir más IRM para endurecer las condiciones financieras y lograr la orientación monetaria deseada. Del lado de los activos, el aumento de las ventas de dólares (es decir, las operaciones compensatorias) limitaría la acumulación de reservas y contribuiría a reducir el balance del banco central y absorber la liquidez del mercado.

**Opiniones de las autoridades**

**17. Las autoridades coincidieron, en términos generales, con la evaluación de las políticas macroeconómicas realizada por el personal técnico.**

Reiteraron su compromiso con la LRF y, además, se comprometieron a establecer un historial para afianzar la credibilidad del ancla fiscal. Argumentaron que las nuevas alzas salariales del sector público programadas para 2017 regirán únicamente en ciertas categorías y que, por lo tanto, el gasto primario corriente seguirá estando limitado, manteniéndose el énfasis en el gasto de capital. En lo que respecta a la política monetaria, las autoridades recalcaron que sería importante tener en cuenta los riesgos externos en torno a la incertidumbre política en Brasil y la continua debilidad de la expansión del crédito al plantearse la

<sup>8</sup> David, A. C. (2017) "Fiscal Policy Effectiveness in a Small Open Economy: Estimates of Tax and Spending Multipliers in Paraguay", Serie *IMF Working Papers* 17/63, marzo.

posibilidad de endurecerla y decidir en qué plazos correspondería hacerlo. Reconocieron que existe abundante liquidez y que, en términos generales, las condiciones financieras están distendidas. Al respecto, indicaron que la venta de dólares puede ser un medio eficaz de absorber liquidez.

## POLÍTICAS ESTRUCTURALES

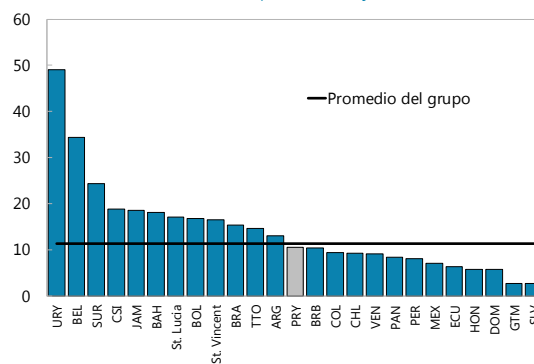
### A. Reformas para un crecimiento sostenible e inclusivo

#### 18. Para estimular el crecimiento potencial es necesario abordar las principales deficiencias de la infraestructura.

Las deficiencias del transporte y la distribución eléctrica se encuentran entre los principales obstáculos estructurales. Los actuales sistemas de transmisión y distribución de la electricidad, por ejemplo, no bastan para atender la creciente demanda energética<sup>9</sup>. La mejora de la navegabilidad de los ríos Paraguay y Paraná — incluidas nuevas terminales portuarias— y la inversión en segmentos viales críticos reducirían la congestión y facilitarían el comercio transfronterizo. El robustecimiento de la infraestructura y las instituciones también puede contribuir a atraer más flujos de IED y, fundamentalmente, a retenerlos<sup>10</sup>.

#### Infraestructura de transporte

(En kilómetros de total de carreteras por 1000 trabajadores)



Fuente: Indicadores del Desarrollo Mundial, 2014.

Programa de infraestructura				
Proyecto	Etap	Financiación	Duración	Estimación (% del PIB 2016)
Rutas 2 y 7	Ejecución	PPA	30 meses	1.9
Aeropuerto Silvio Pettirossi	Licitación (en suspenso)	PPA	24 meses	0.5
Canal río Paraguay	Incluido en SNIP	por definir	48 meses	0.1
Ruta 9	Licitación	Pública	30 meses	1.7
Infraestructura de transporte en el Chaco Central	Licitación	Llave en mano	24 meses	1.1
Proyectos de sanitación en grandes ciudades	Licitación	Llave en mano	48 meses	2.0
Transporte urbano (Metrobus)	Ejecución	Pública	60 meses	0.8
Distribución de electricidad	Ejecución	Pública	En curso	13.1

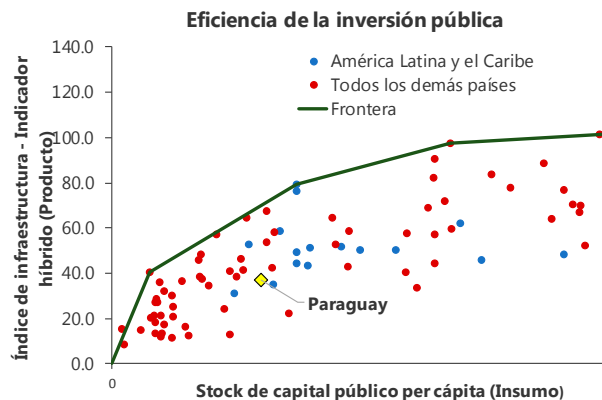
Fuente: Datos de las autoridades.

<sup>9</sup> Las pérdidas de transmisión y distribución son del orden del 31 por ciento, muy por encima del promedio de América Latina (aproximadamente, 14 por ciento), en tanto que la demanda pico está aumentando a un ritmo sostenido de 8 por ciento por año.

<sup>10</sup> Paraguay atrae un volumen significativo de capital extranjero; las entradas brutas rondan 7 por ciento del PIB en promedio. Sin embargo, no se reinvierte en el país más que un pequeño porcentaje. Por lo tanto, las entradas netas de IED son mucho menores, de alrededor de 1½ del PIB en promedio.

**19. Dados estos obstáculos, es esencial promover la eficiencia de la inversión pública.**

Las autoridades han avanzado en algunas partes del Plan Nacional de Desarrollo (PND) para 2014–30. El Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP) ha sido crítico para armonizar las prioridades de inversión con el PND y el Equipo Nacional de Estrategia País (ENEP, un grupo de la sociedad civil), para asegurar la continuidad del plan entre los diferentes gobiernos. Hace poco, se redoblaron esfuerzos relacionados con proyectos estratégicos críticos para mejorar la viabilidad del sistema de transmisión y distribución eléctrica y para modernizarlo. El afianzamiento de la selección y la gestión de proyectos puede generar más infraestructura por cada dólar invertido, dado que Paraguay está a la zaga de sus pares en términos de la eficiencia de la inversión. Otro elemento clave es la contención de los sobrecostos de los proyectos. El clima de negocios también se beneficiaría si se ampliaran las iniciativas en contra de la corrupción, entre otras cosas mediante la implementación eficaz de un régimen riguroso de declaración de activos.



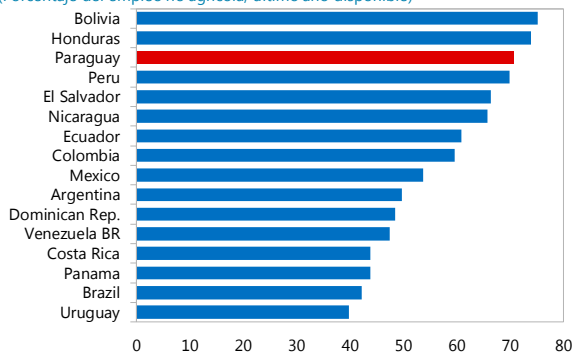
Fuente: FMI, conjunto de datos de inversión y stock de capital.

**20. Las políticas encaminadas a promover el crecimiento inclusivo han adquirido un carácter crítico tras el colapso de los precios de las materias primas.**

Paraguay realizó decididos avances en contra de la pobreza y la desigualdad durante la última década, en parte gracias al PND y otras políticas públicas. Sin embargo, la desigualdad sigue siendo pronunciada y el análisis del personal técnico muestra que el auge de los precios de las materias primas contribuyó significativamente a reducir la pobreza y la desigualdad en América Latina, algo con lo que no se puede contar de cara al futuro (véase el anexo I). Por lo tanto, será importante aplicar con más rigor el PND en ámbitos prioritarios como la infraestructura y la educación para no perder el terreno ganado. La expansión de transferencias condicionales de efectivo bien diseñadas, como los programas *Tekoporã* y *Tenonderã*, reforzaría una limitada red de protección social. Con todo, estos exitosos programas son muy pequeños — representan un gasto equivalente a menos de 1/2 por ciento del PIB—, en comparación con otros programas parecidos en la región. Sería útil revisar a fondo el gasto para reorganizar las prioridades teniendo en cuenta los programas de asistencia social<sup>11</sup>. Una reforma tributaria que preservara tasas bajas pero limitara las generosas deducciones del impuesto a la renta personal mejoraría la

**Empleo en la economía informal**

(Porcentaje del empleo no agrícola, último año disponible)



Fuente: Women and Men in the Informal Economy: A Statistical Picture, OIT, 2013.

<sup>11</sup> Las autoridades tienen planificada para 2018 una revisión del gasto público centrada en la salud y la educación, conjuntamente con el Banco Mundial.

progresividad del sistema impositivo y, al mismo tiempo, generaría más recursos fiscales para financiar iniciativas que promuevan un crecimiento inclusivo. Unos mayores esfuerzos por luchar contra los elevados niveles de informalidad complementarían las iniciativas lanzadas para hacer el crecimiento más inclusivo<sup>12</sup>.

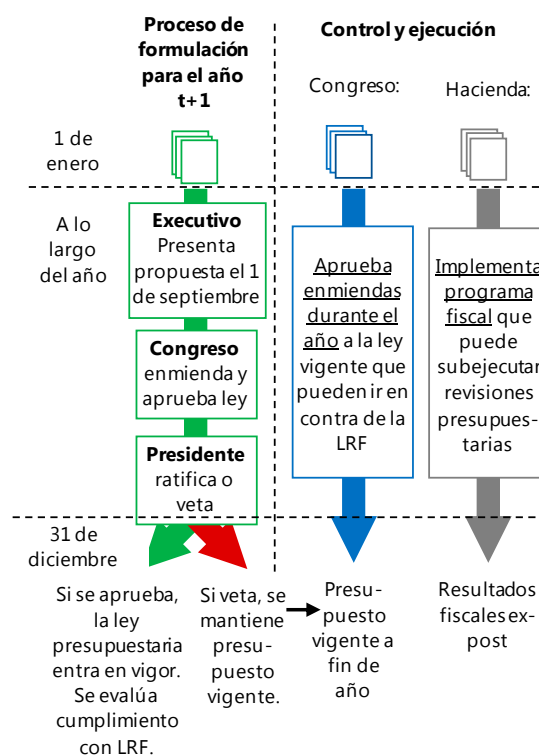
### Opiniones de las autoridades

**21. Las autoridades opinaron que el avance de las reformas estructurales es muy prioritario.** Señalaron que algunos de los proyectos de infraestructura que se encontraban demorados se pondrán en marcha. En lo que respecta a la desigualdad del ingreso y al crecimiento inclusivo, recibieron favorablemente las sugerencias del personal técnico sobre la reforma tributaria y el reajuste hacia los impuestos sobre la renta para mejorar la progresividad en la medida en que preserva el régimen paraguayo de baja tributación. Sin embargo, si bien la idea de limitar las deducciones sumamente generosas que se aplican a los impuestos sobre la renta de las personas físicas representa una opción sin complicaciones, podría toparse con grandes escollos políticos. En cuanto a la reducción de la informalidad, se mencionaron varias iniciativas nuevas, incluidas las de crear aplicaciones en Internet para la inscripción de pequeñas empresas, aumentar las sanciones y graduarse al sector formal.

## B. Afianzamiento de la gestión fiscal

**22. Existe margen para mejorar el marco fiscal de Paraguay, anclado por la LRF.** El presupuesto de 2017 culminó en un veto presidencial sin precedentes, lo cual puso de manifiesto la necesidad de reforzar el proceso presupuestario (véase el anexo II). Uno de los temas más importantes es la posibilidad de que los presupuestos aprobados por el Congreso (incluidas las enmiendas solicitadas por el ministerio de Hacienda) superen el tope de déficit de 1,5 por ciento, dado que la LRF y las leyes presupuestarias anuales tienen igual peso jurídico. Además, en términos del control presupuestario, el presupuesto vigente en 2016 incluía enmiendas sustanciales al gasto contemplado en el presupuesto aprobado, autorizando un déficit equivalente a 2,8 por ciento del PIB y requiriendo que el presupuesto en ejecución respetara el tope del déficit en términos de los resultados fiscales. Para 2017, las autoridades han señalado que se ceñirán a los límites de la LRF

Paraguay: Formulación y control del presupuesto

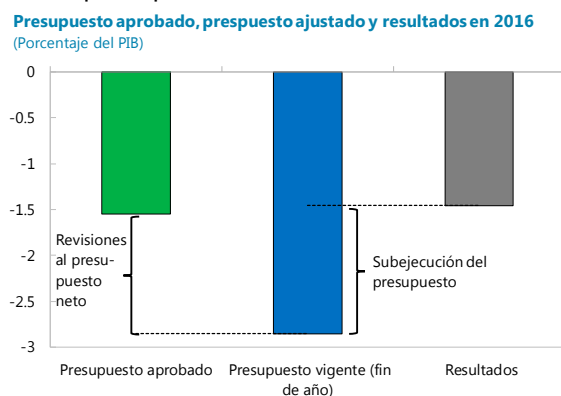


<sup>12</sup> Véase el informe de país 15/38 del FMI. Las principales recomendaciones incluyen la eliminación paulatina de regulaciones engorrosas (como ciertos requisitos de habilitación e inscripción), el afianzamiento continuo de la estructura de sanciones e incentivos positivos para la formalización.

sobre la base de los resultados presupuestarios, lo cual podría requerir nuevamente considerable moderación en la etapa de ejecución del presupuesto.

**23. Las reformas del marco fiscal pueden limitar las vulnerabilidades presupuestarias** (gráfico 4). Entre las principales prioridades cabe mencionar las siguientes:

- *Formulación del presupuesto:* Para superar los obstáculos que representan las restricciones jurídicas expuestas arriba, las autoridades deberían estudiar opciones para mejorar el proceso presupuestario; entre ellas, una audiencia sobre la estrategia pre-presupuestaria para forjar un acuerdo entre el Poder Legislativo y el Ejecutivo sobre los principales agregados y las reglas de enmienda, a fin de limitar las enmiendas al presupuesto.
- *Control del presupuesto:* Si bien el gobierno tradicionalmente ha compensado las revisiones que expanden el déficit con una subejecución del presupuesto, los gobiernos futuros no necesariamente serán tan cautos. Para reforzar el ancla fiscal, sería aconsejable mantener un control más riguroso del presupuesto y modificar la evaluación del cumplimiento con la LRF para incluir la etapa de ejecución, así como la de aprobación del presupuesto.



**24. La movilización del ingreso fiscal es otro tema clave.** Las autoridades paraguayas pusieron en práctica medidas esenciales para reforzar la administración tributaria y la movilización del ingreso fiscal. Concretamente, la capacidad institucional de la Subsecretaría de Estado de Tributación (SET) se ha ampliado en varias dimensiones. No obstante, las limitaciones de personal y de índole jurídica —entre otras cosas, en lo que respecta a la ejecución del cumplimiento y las sanciones— representan barreras sustanciales a nuevos aumentos de la eficiencia (véase el anexo III). El personal técnico alentó a las autoridades a prolongar las recientes mejoras en la SET: i) impulsando sus facultades para hacer cumplir la ley, ii) abordando cuestiones en materia de personal e iii) incrementando los recursos a su disposición. En la Dirección Nacional de Aduanas (DNA), las reformas han sido menos ambiciosas. Tanto la DNA como la SET podrían beneficiarse de una cooperación más estrecha. Fuera de la administración tributaria, el gasto tributario está estimado en 1,6 por ciento del PIB, y existe un margen significativo para ampliar la base tributaria reduciendo las deducciones, exenciones y créditos impositivos aplicados a los impuestos sobre la renta<sup>13</sup>.

**25. Las autoridades establecieron un Consejo Fiscal Asesor (CFA) a fines de 2016, pero aún no se ha establecido su efectividad<sup>14</sup>.** El mandato del Consejo abarca la evaluación del presupuesto propuesto por el Poder Ejecutivo y el análisis de las implicaciones fiscales y

<sup>13</sup> Actualmente, la tasa del impuesto sobre la renta asciende a 10 por ciento, pero el ingreso recaudado a través del impuesto no llega a 3 por ciento del PIB.

<sup>14</sup> El CFA fue creado por medio del Decreto Presidencial No. 6498/2016, del 19 de diciembre de 2016, y está integrado por tres peritos que no gozan de remuneración.

macroeconómicas de las enmiendas propuestas por el Poder Legislativo al proyecto de presupuesto, entre otras actividades. En ese contexto, el CFA podría desempeñar un papel importante como árbitro imparcial en el proceso presupuestario. Sin embargo, no hay un mandato oficial para que el Consejo comente sobre los resultados fiscales ni sobre la adhesión ex post a la LRF. Tampoco cuenta con un personal independiente de dedicación exclusiva que lleve a cabo un análisis ni con una secretaría que le brinde asistencia en su cometido. Por lo tanto, el personal técnico del FMI recomienda brindar los recursos humanos y presupuestarios necesarios para respaldar un análisis de calidad y afianzar la reputación del Consejo. Asimismo, el personal técnico instó a los miembros del CFA a elaborar una estrategia de comunicación, que debería incluir la creación de un sitio web propio para la publicación de informes y otros documentos.

**26. Los planes preliminares para introducir una regla de balance estructural quedarán para el próximo gobierno, dado que habrá elecciones en 2018.** El gobierno está estudiando la posibilidad de enmendar la LRF de cara al futuro, ya que considera que es restrictiva y amplifica la volatilidad del gasto. Entre los cambios podría haber un nuevo tope del déficit y la adopción de una regla de balance estructural. Una reciente misión de asistencia técnica del FMI<sup>15</sup> recalcó que una reforma en dirección a una regla de balance estructural tendría que examinar cuidadosamente cuestiones relacionadas con la estimación del ingreso estructural y la selección de metas de déficit prudentes, con un ancla de deuda explícita fijada a niveles seguros para asegurar la sostenibilidad (véanse los anexos V y VI). Toda modificación a la LRF deberá ir acompañada, en general, por medidas concretas para afianzar las instituciones fiscales y el marco de gestión de las finanzas públicas.

### Opiniones de las autoridades

**27. Las autoridades coincidieron con los principios fundamentales de las recomendaciones del personal técnico sobre el marco fiscal.** Recibieron positivamente el asesoramiento del personal técnico en cuanto a la mejora de los procesos presupuestarios, así como el afianzamiento de la gestión de la inversión pública para mejorar la calidad del gasto. Pusieron de relieve un nuevo programa piloto lanzado dentro del Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones que establece una unidad de ejecución de proyectos con el respaldo del BID, que debería mejorar la ejecución del gasto en infraestructura. Las autoridades confirmaron que toda modificación de la LRF necesariamente tendrá que esperar hasta el próximo gobierno, pero aun así están firmemente convencidas de los beneficios de una regla de balance estructural. Las autoridades reconocieron las deficiencias de la configuración y los recursos actuales del CFA, pero señalaron que su creación era de por sí un primer paso importante hacia el robustecimiento de las instituciones fiscales.

---

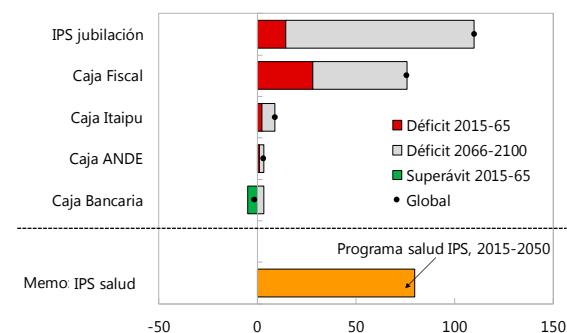
<sup>15</sup> La misión de asistencia técnica recomendó dar a conocer públicamente un ancla de la deuda a mediano plazo y vincular ese objetivo de deuda al umbral del déficit fijado para la regla de balance estructural. Las simulaciones del informe sugieren que el nivel "libre de riesgo" del ancla de la deuda podría ubicarse entre 30 por ciento y 45 por ciento del PIB. Vinculado a un ancla de deuda, el déficit estructural del gobierno central no debería superar 2 por ciento del PIB tendencial por año. Para más detalles, véase el informe de país 17/67 del FMI.



## C. Retos y posibles reformas del sistema de pensiones y salud

**28. Los cambios recientes y las tendencias demográficas representan retos críticos para el sistema de pensiones y de salud en Paraguay** (véase el documento *Temas seleccionados*). La población paraguaya aún es comparativamente joven, aunque la disminución de la fecundidad y el aumento de los años de vida presagian un cambio demográfico significativo, lo cual requerirá una cuidadosa gestión de los riesgos correspondientes para el programa previsional y de salud:

**Pasivos sin financiamiento previo del programa de pensiones y de salud<sup>17</sup>**  
(Valor presente descontado, porcentaje del PIB corriente)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI. 1/ El análisis incluye pensiones públicas con un mínimo de 1700 miembros y activos de Gs. 500.000 millones.

- *Fondos de pensiones:* De acuerdo con las proyecciones a largo plazo (85 años) del personal técnico, el envejecimiento de la población desembocaría en una situación de déficit para la mayoría de los programas públicos de pensiones. En general, se estima que el sistema previsional enfrenta pasivos sin financiación prevista que equivalen a casi 200 por ciento del PIB (en términos de valor presente neto). La Caja Fiscal ya ha sufrido déficits. Por el contrario, el programa administrado por el Instituto de Previsión Social (IPS) goza actualmente de un superávit operativo. Sin embargo, la ampliación de la cobertura podría generar déficits después de 2045, cuando los nuevos contribuyentes puedan empezar a cobrar las prestaciones previsionales. Además, las inversiones se adjudican primordialmente al sistema bancario local, en tanto que otros países comparables de la región mantienen carteras más diversificadas.
- *Gasto en salud:* El gasto en salud viene siguiendo una tendencia ascendente, mientras que el programa de salud del IPS tiene un financiamiento cada vez más reducido<sup>16</sup>. Como la población de Paraguay aún es joven, el aumento del gasto parece estar vinculado a factores no demográficos (aumento excesivo de los costos). Asimismo, se prevé que el aumento excesivo de los costos y la transición demográfica profundicen ese déficit.

**29. El personal técnico y las autoridades analizaron opciones de reforma para las pensiones públicas y el programa de salud del IPS.** El personal técnico señaló que el pronto avance de las reformas contribuiría a evitar vulnerabilidades y reduciría la magnitud de las medidas requeridas, además de moderar los trastornos que ocasionarían:

- *Regulación:* Las autoridades han presentado un proyecto de ley al Congreso para reformar la regulación de los programas de pensiones<sup>17</sup>. El personal técnico vio con buenos ojos la decisión

<sup>16</sup> Para los efectos contables, las finanzas del IPS consolidan las operaciones de los programas previsional, sanitario y administrativo. Sin embargo, operacionalmente, el superávit del componente previsional no puede ser utilizado para financiar el componente sanitario.

<sup>17</sup> La ley pretende crear una Superintendencia de Pensiones separada, establecer un consejo de supervisión, ampliar los instrumentos de inversión permitidos y crear un comité consultivo facultado para fijar los límites de asignación entre carteras.

de llevar a cabo una supervisión más rigurosa y señaló que las reformas podrían contribuir a movilizar el ahorro nacional con más eficiencia si se implementan con prudencia.

- *Reformas previsionales paramétricas:* El personal técnico presentó escenarios ilustrativos para demostrar el ahorro posible (cuadro). En cada programa, cierta configuración de reforma elimina las deficiencias de financiamiento estimadas. Se necesitarían otras opciones de reforma<sup>18</sup> en algunos programas con que ya tienen tasas de contribución elevadas.
- *Atención de la salud:* El personal técnico recomendó actuar sin tardanza en lo que concierne al programa de salud del IPS, empezando por un examen integral para identificar las presiones. Las reformas podrían incluir una mejor manera de distribuir los costos, tales como los copagos y los deducibles, y una mejora en los procesos de adquisición.

#### Escenarios ilustrativos: Pasivos sin financiamiento previsto tras reformas paramétricas

(Valor presente descontado, 2015-65; porcentaje del PIB actual; el sombreado verde indica que la reforma elimina el pasivo)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Jubilación a los 65 años	Recorte de prestaciones de 10%	Aumento de contribuciones de 10%	Combinación (1)-(3)
IPS	-22.1	-3.2	6.8	-37.1
Caja Fiscal	3.7	20.0	23.0	-7.3
Caja Itaipu	-0.7	1.1	1.9	-1.9
Caja ANDE	0.0	0.6	0.9	-0.3
Caja Bancaria 1/	-7.9	-6.2	-5.8	-9.5

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Caja Bancaria no tiene pasivos sin financiamiento previsto y se mantendría en equilibrio sin reformas. Se la incluye para que el cuadro esté completo.

## Opiniones de las autoridades

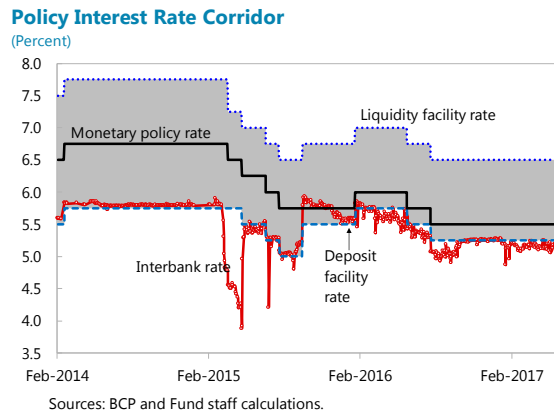
**30. Las autoridades señalaron que es fundamental aprobar legislación para crear un regulador del sistema de pensiones.** Una vez que se apruebe la ley, un comité podría comenzar a estudiar las opciones de reforma para los programas previsionales. En cuanto al programa de salud, las autoridades coincidieron en términos generales con el personal técnico en que sería importante llevar a cabo un examen como parte del proceso e instituir sistemas de control para administrar el gasto.

## D. Imprimir más eficacia y previsibilidad a la política monetaria

**31. La adopción de un marco de metas de inflación ha sido beneficioso para Paraguay.** Los niveles de inflación y la volatilidad han disminuido desde la adopción del régimen de metas de inflación y el BCP recientemente redujo la meta de inflación. Sin embargo, hay margen para fortalecer la efectividad de la política monetaria y reafirmar el predominio del mandato de estabilidad de precios, entre otras cosas:

<sup>18</sup> Por ejemplo, aumentar el número de años de cobro en el cálculo de las prestaciones, como lo propuso hace poco el IPS.

- Alinear las tasas interbancarias con el corredor:* El BCP ha mejorado de manera continua las operaciones de política monetaria en el mercado de recompra, reduciendo con el curso del tiempo el corredor de tasas de interés en torno a la tasa de política monetaria. Sin embargo, las tasas interbancarias de recompra generalmente se ubican cerca o debajo del mínimo del corredor, lo cual revela una discrepancia entre la tasa de política monetaria y las condiciones de liquidez que debilita la transmisión de la política monetaria a las tasas de mercado<sup>19</sup>. El personal técnico opinó que correspondía alinear de manera más estrecha la tasa fijada como meta y la tasa efectiva gestionando mejor la liquidez, entre otras cosas mediante la emisión de más IRM, pero al mismo tiempo hizo énfasis en la necesidad de hacer frente a la situación financiera del BCP<sup>20</sup>.



- Imprimir más previsibilidad a las ventas de divisas anunciadas por anticipado:* El personal técnico recomendó anunciar y respetar cronogramas factibles de ventas de dólares para que el público tenga claro el papel que desempeña el tipo de cambio en el marco monetario. En cuanto a las intervenciones discrecionales, el BCP debería continuar interviniendo únicamente en episodios de condiciones de mercado desordenadas.
- Reducir la dolarización financiera con el tiempo:* En vista de las limitaciones que la dolarización de los activos y los pasivos impone a la capacidad del BCP para afectar las tasas de interés de mercado, el personal técnico continuó recomendando una estrategia de desdolarización paulatina, entre otras cosas incrementando la capitalización requerida por préstamos denominados en dólares. Otros países han adoptado con éxito un enfoque de mercado que diferencia los encajes según la moneda y contempla otras políticas macro-prudenciales para el crédito (véase el recuadro 1)<sup>21</sup>.

**32. Hay margen para mejorar la previsibilidad de la política monetaria** (gráfico 5). La transparencia del banco central —en forma de reuniones anunciadas con antelación, comunicados de prensa, publicación de actas—es digna de elogio. Sin embargo, los indicadores de



<sup>19</sup> En este caso, las condiciones monetarias son en la práctica más distendidas que las condiciones anunciadas.

<sup>20</sup> La pronunciada situación patrimonial negativa del BCP equivalió a 2,8 por ciento del PIB en 2016 y sigue siendo una vulnerabilidad a la cual es necesario hacer frente, según lo reconocieron las autoridades. Todo costo asociado a un aumento de la emisión de IRM debería quedar reflejado en la estimación de las necesidades de recapitalización.

<sup>21</sup> El diferencial entre las reservas obligatorias por divisas y los depósitos en guaraníes es de 7 puntos porcentuales, relativamente pequeño en comparación con otros países de la región que también tienen una elevada dolarización del crédito.

las expectativas del mercado hacen pensar que los ajustes de la tasa de política monetaria sorprenden de manera rutinaria al público, que después se ajusta con un rezago. El personal técnico opinó que convendría realzar las comunicaciones del banco central anunciando públicamente la orientación futura de la política cuando las circunstancias lo justifiquen, a fin de contribuir a la formulación de las expectativas privadas. Entre las medidas concretas al respecto, se podría anunciar el sesgo de la política monetaria o presentar una explicación más detallada que vincule las perspectivas y los riesgos de la inflación y las decisiones sobre la política. Además, si el público comprende mejor la función de reacción del BCP, se afianzarían los vínculos entre la política monetaria y las tasas de mercado y, por ende, la credibilidad del banco central.

### Opiniones de las autoridades

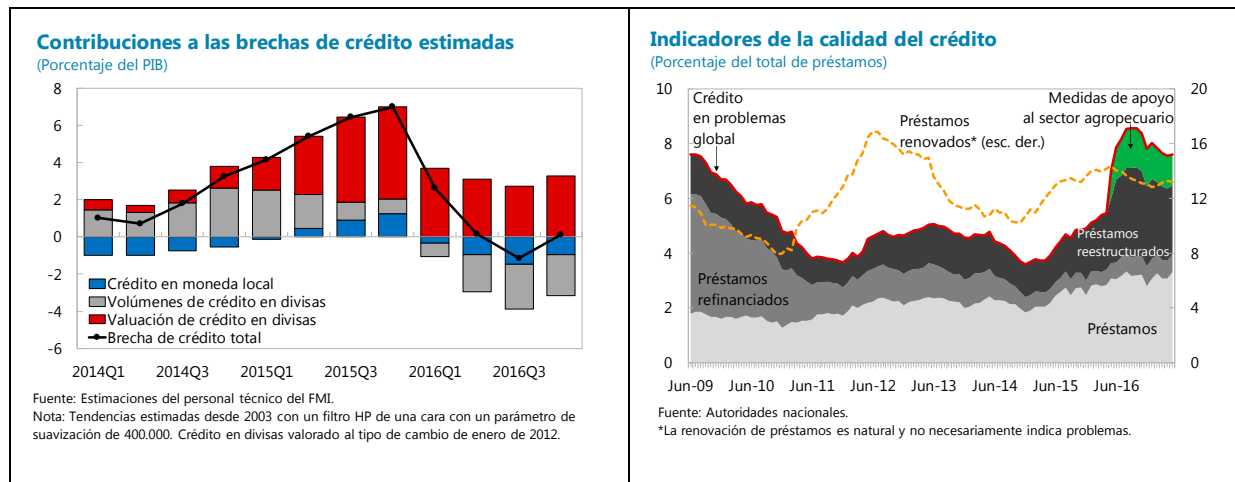
**33. Las autoridades reiteraron su compromiso con el régimen de metas de inflación.** El banco central expuso que la abundancia de liquidez en el sistema es antes que nada una preferencia de los participantes en el mercado, que históricamente la han utilizado como medio de protección. La fuerte dolarización está también considerada como una manera que los exportadores, que reciben ingresos en dólares, eviten el riesgo cambiario. En cuanto a las intervenciones en el mercado de cambio, la autoridad monetaria explicó que ocurren en situaciones excepcionales de excesiva volatilidad en el mercado. Las autoridades se mostraron abiertas a la recomendación del personal técnico de mejorar la comunicación del banco central con señales de política más contundentes, cuando así lo justifiquen las circunstancias, para mejorar la previsibilidad de la política monetaria.

## E. Continuidad de las reformas de la regulación y la supervisión financiera

**34. Los bancos todavía se están adaptando a la finalización del auge crediticio.** Los lentos ajustes que los bancos continúan realizando son ilustrativos de la necesidad de mejorar las políticas regulatorias y macro-prudenciales para controlar los amplios vaivenes del ciclo crediticio y garantizar una estabilidad ininterrumpida (gráfico 6). Aunque el estancamiento de la expansión del crédito ha reducido la brecha crediticia estimada por el personal técnico, persisten importantes focos de vulnerabilidad relacionados con los balances de los bancos. Los indicadores generales de las carteras de préstamo en problemas se mantienen en niveles elevados<sup>22</sup>. Los bancos han respondido aumentando el provisionamiento, lo cual redujo niveles de utilidades aún positivos. Los índices de capital regulatorio han aumentado en el curso del año, aunque en cierta medida como consecuencia de la disminución del apetito de riesgo.

---

<sup>22</sup>Un indicador más amplio de las carteras de crédito en problemas incluye los préstamos en mora, así como los préstamos refinanciados y reestructurados, cuyos beneficiarios llevan un atraso de 60 días o más. En los préstamos refinanciados, se modifican las condiciones; la reestructuración puede implicar un alivio financiero más exhaustivo. Ocasionalmente, el banco central puede aprobar criterios provisionales sobre la clasificación de los préstamos agropecuarios modificados para conceder alivio a los deudores tras shocks externos adversos.



Indicadores de solidez financiera					
(Porcentaje)					
	2015	2013	2014	2015	2016
Capital nivel 1/activos ponderados según riesgo	11.7	11.3	11.2	11.7	13.4
Total capital/activos ponderados según riesgo	16.1	14.7	15.2	16.1	17.9
Rendimiento de activos	2.5	2.7	2.6	2.5	2.2
Rendimiento de capital	27.6	28.7	28.0	27.6	23.3
Préstamos en mora	2.6	2.1	2.0	2.6	2.9
Activos ponderados según riesgo/totales	65.7	70.1	67.4	65.7	60.5

Fuente: FMI, *Financial Soundness Indicators*.  
Nota: Los datos corresponden a bancos y financieras.

**35. Las autoridades continúan avanzando con la supervisión bancaria basada en riesgo.** El gobierno ratificó una Nueva Ley de Bancos en diciembre de 2016, en tanto que el BCP elaboró un plan para implementar regulaciones acordes con la nueva ley. Las autoridades indicaron que se están planificando cambios a las regulaciones sobre capitalización (que incluyen un recargo para los bancos sistémicos). Asimismo, comenzarán a calcular el coeficiente de cobertura de liquidez (CCL), aunque solo por motivos de monitoreo. Para complementar estas iniciativas, el personal técnico recomendó avanzar con otras reformas críticas encaminadas a fortalecer las facultades de ejecución del cumplimiento del BCP, crear un Consejo de Estabilidad Financiera y establecer un seguro de depósitos para las cooperativas de ahorro y préstamo (cuadro). Además, la aprobación de una ley estricta que regule las sociedades anónimas y los títulos al portador conforme a las normas internacionales sobre ALD/LFT realizaría la transparencia de las entidades y podría contribuir a preservar las relaciones de corresponsalía bancaria.

Reformas críticas de la supervisión basada en el riesgo		
Ámbito	Medida	Progreso
Facultades de exigibilidad del banco central	Ley de carta orgánica del BCP	Ante el congreso
Consejo de Estabilidad Financiera	Decreto	Aún no es público
Seguro de depósitos de cooperativas	Nueva ley	Proyecto al Ministerio de Hacienda en junio

**36. Para diagnosticar con más facilidad las vulnerabilidades, el personal técnico recomendó mejorar la recopilación de datos.** Existe un registro de créditos, y el personal técnico recomendó que las autoridades intensificaran los planes integrando información financiera entre bancos y

cooperativas a través de una única oficina de crédito. Asimismo, recomendó mejorar la disponibilidad de los datos sobre prestamistas no regulados para permitir una supervisión más rigurosa, dado que parecería haberse registrado una expansión de este segmento. La falta de datos sobre los precios de los inmuebles constituye una limitación, especialmente para el crédito agrícola, ya que dificulta evaluar el impacto del precio de la soja en el valor de las tierras como indicador de los riesgos crediticios.

**37. Mejoras adicionales en la compilación y divulgación de datos macroeconómicos incrementaría la transparencia.** Hace poco, Paraguay comenzó a participar en el sistema general reforzado de divulgación de datos (SGDD-e) para transmitir datos macroeconómicos esenciales por Internet<sup>23</sup>. Los pasos restantes, que incluyen la compilación de la planilla dedicada a las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera, así como un calendario adelantado de publicación que abarque todas las categorías de datos, satisfarían las condiciones para participar en las normas especiales para la divulgación de datos (NEDD).

### Opiniones de las autoridades

**38. Las autoridades conceden gran importancia a la estabilidad financiera.** Indicaron que una de las prioridades fundamentales del gobierno en funciones es lograr la aprobación de una ley sólida sobre sociedades anónimas que aborde debidamente la cuestión de los títulos al portador; de lo contrario, las relaciones de corresponsalía bancaria de los bancos nacionales más pequeños correrían peligro. Sin dejar de reconocer que el ciclo electoral podría demorar la acción legislativa dedicada a otros elementos del plan de reforma, la expectativa de las autoridades es avanzar en la implementación de regulaciones adicionales en el contexto de la Nueva Ley de Bancos para modernizar más la supervisión.

## EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO

**39. Pese a un contexto externo más difícil, Paraguay ha crecido más rápidamente que otros países de la región y este impulso se está ampliando.** El crecimiento superior al potencial registrado en 2016 y este año, del orden del 4 por ciento, supera con creces al de los principales socios comerciales de la región y al promedio de América Latina. Parte de este crecimiento se debe también a la convergencia con los niveles de ingreso per cápita de otros países de mercados emergentes y es resultado de una mejora continua de la capacidad productiva, la diversificación de los mercados y el fortalecimiento de las instituciones. Además, más recientemente, algunos shocks de oferta positivos, principalmente debidos a factores climáticos, dieron un impulso favorable a los sectores de la agricultura y la energía, pero hay señales de que el fuerte desarrollo económico se está expandiendo a otros sectores y a la demanda interna.

**40. La combinación de medidas de política económica ha sido adecuada y, en general, ha apuntalado la actividad, pero la política monetaria expansiva debe irse replugando.** Se espera

<sup>23</sup> La página de datos nacionales resumidos puede consultarse en <http://cbparaguay.knoema.com/vmutwx/national-summary-data-page-nsdp?lang=en>.

que este año la política fiscal adopte una postura neutra y se mantenga la política de reorientación del gasto hacia el gasto de capital y dentro de los límites establecidos por la Ley de Responsabilidad Fiscal en función de la ejecución presupuestaria. La política monetaria ha sido adecuadamente expansiva para respaldar la recuperación hacia fin del año pasado. No obstante, a medida que aumenten las presiones inflacionarias subyacentes y se reanude el crecimiento del crédito bancario, esta orientación expansiva debe ir replegándose gradualmente para mantener la inflación en niveles bajos. La posición externa se estima que sea más sólida de lo que indican los fundamentos económicos y las buenas políticas. Absorber el exceso de liquidez aumentando la emisión de instrumentos de regulación monetaria (IRM) por parte del Banco Central del Paraguay (BCP) y vendiendo las reservas de dólares ayudaría a alinear la tasa de política monetaria establecida como meta a la tasa interbancaria.

**41. Las autoridades se han esforzado por cumplir la Ley de Responsabilidad Fiscal, pero hay espacio para realizar nuevas reformas fiscales.** El presupuesto de 2017 culminó con un veto presidencial sin precedentes, lo que pone de relieve la necesidad de fortalecer el proceso presupuestario y reformar el marco de gestión financiera pública. Para aumentar la credibilidad del ancla fiscal, sería conveniente modificar la evaluación del cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal e incluir la etapa de ejecución, además de la etapa de aprobación, del presupuesto. Los sistemas de pensiones y de salud también enfrentan desequilibrios a corto y largo plazo y es necesario reformarlos.

**42. Con respecto a la política monetaria, el marco de metas de inflación ha funcionado adecuadamente en Paraguay, pero puede ser reforzado.** Además de reducir el corredor de tasas de política, también se podría mejorar la previsibilidad de las operaciones cambiarias, dado que las ventas de dólares no siempre se han aplicado según lo anunciado. Las intervenciones discrecionales en los mercados cambiarios se deben seguir limitando a circunstancias excepcionales, como por ejemplo, la presencia de condiciones desordenadas en el mercado. Por otra parte, el alto grado de dolarización del crédito sigue limitando la capacidad del BCP de afectar las tasas de interés del mercado. Por último, un mayor uso de directrices sobre políticas prospectivas en las declaraciones públicas podría mejorar la comunicación del Banco Central y la previsibilidad de la política monetaria.

**43. El sector financiero parece sólido, aunque los bancos deben continuar fortaleciendo sus balances tras una década de rápido crecimiento del crédito.** El sistema bancario sigue siendo rentable y los coeficientes de capital declarados parecen holgados, pero tomará un tiempo completar el ajuste en curso de los balances. Las mediciones más generales de la calidad de los préstamos se han ido deteriorando a lo largo del año y se mantienen en niveles elevados. Como respuesta, los bancos han aumentado su constitución de reservas y los préstamos morosos se mantienen en niveles manejables. Hay indicios de que los créditos concedidos por prestamistas no tradicionales y no sujetos a regulación van en aumento, pero siguen representando una pequeña fracción del crédito.

**44. Las autoridades han logrado importantes avances en la adopción de una supervisión bancaria basada en riesgos, entre ellos, la ratificación de la nueva Ley de Bancos de diciembre de 2016.** Pero esta ley es solo parte de un programa más amplio dirigido a fortalecer la supervisión del sector financiero que debe seguir llevándose adelante. Las autoridades deben continuar avanzando en iniciativas fundamentales tales como: (i) la modificación de la ley orgánica del BCP; (ii)

la creación de un consejo de estabilidad financiera; (iii) la adopción de una garantía de depósitos para las cooperativas de ahorro y crédito; y (iv) la integración de la información financiera a través de una única central de riesgos. Además, la aprobación de una legislación sobre sociedades anónimas e instrumentos al portador que se ajuste a las normas internacionales aumentaría la transparencia de la entidad y contribuiría a salvaguardar las relaciones de banca corresponsal.

**45. Las autoridades han avanzado en la puesta en marcha de los programas de reformas estructurales, pero es necesario seguir redoblando esfuerzos.** Se ha avanzado en varias áreas del Plan Nacional de Desarrollo (PND) y hay proyectos estratégicos de infraestructura en curso. La transparencia y la administración tributaria se han fortalecido en varios aspectos. No obstante, se debe seguir trabajando para eliminar los obstáculos institucionales que afronta la lucha contra la evasión fiscal e incrementar la inversión en transporte y en la transmisión y distribución de energía, dados los importantes déficits de infraestructura. Además, para consolidar los avances obtenidos en la última década en cuanto a la reducción de la desigualdad, se deberá reforzar la puesta en práctica de las prioridades del PND en materia de educación, formación y ampliación de las transferencias monetarias condicionadas. Una reforma tributaria que reduzca la dependencia de los impuestos indirectos y mantenga las tasas del impuesto a la renta en niveles bajos, pero limite las deducciones, podría mejorar la progresividad y ayudaría a financiar las iniciativas para fomentar un crecimiento más inclusivo.

**46. La calidad de la información con fines de monitoreo se está mejorando.** Recientemente, Paraguay ha comenzado a participar en el reforzado Sistema General de Divulgación de Datos (r-SGDD) para divulgar datos macroeconómicos fundamentales disponibles. Los directores ejecutivos exhortaron a las autoridades a dar los pocos pasos que quedan para adherirse a las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) más estrictas.

**47. El personal técnico propone celebrar la próxima consulta del Artículo IV en el ciclo ordinario de 12 meses.**



**Recuadro 1. Matriz de evaluación de riesgos<sup>1</sup>**

Fuentes de riesgo		Impacto, si se produce (color = gravedad)	Medidas de política
Características del shock (color = probabilidad)	Vulnerabilidades/causas de transmisión		
<b>FRENTE INTERNO</b>			
Shocks relacionados con el clima en los sectores agrícola y de energía	<p><b>Sector financiero</b> Para los bancos la exposición al riesgo es muy alta en el sector agrícola.</p> <p style="text-align: center;">↑ Apalancamiento</p> <p><b>Sector real:</b> Los sectores agrícola e hidroeléctrico son especialmente vulnerables frente a los shocks naturales fuertes.</p>	Las perturbaciones en el sector agrícola creadas por fenómenos climáticos pueden tener un fuerte impacto en el PIB (en ciertos casos de hasta un 4 por ciento)	<p>–Un tipo de cambio flotante es la primera línea de defensa. Pueden efectuarse intervenciones cambiarias para evitar un exceso de volatilidad.</p> <p>–Acelerar la adopción de medidas que promueven la diversificación.</p> <p>–Aplicación de una política monetaria más expansiva en consonancia con el marco MI.</p> <p>–Permitir que funcionen los estabilizadores automáticos en tanto que se sigue observando la Ley de Responsabilidad Fiscal.</p>
<b>FRENTE EXTERNO</b>			
Una desaceleración importante en los mercados emergentes/economías preemergentes, especialmente Brasil	<p><b>Sector financiero:</b> Para los bancos la exposición al riesgo en los sectores exportadores es muy alta.</p> <p style="text-align: center;">↑ Apalancamiento</p> <p><b>Sector real:</b> Las exportaciones a Brasil representan alrededor del 30 por ciento de las exportaciones totales de Paraguay. Los flujos de IED desde Brasil también son importantes, sobre todo para la industria maquiladora. El 25 por ciento de las exportaciones se destinan a Europa y Rusia.</p>	Un crecimiento más lento de lo previsto en países con los que se mantienen relaciones comerciales perjudicaría las exportaciones y tendría efectos indirectos en el sector bancario y en otros sectores relacionados con la creación de productos de exportación.	<p>–Un tipo de cambio flotante es la primera línea de defensa. Pueden efectuarse intervenciones cambiarias para evitar un exceso de volatilidad.</p> <p>–Aplicación de una política monetaria más expansiva en consonancia con el marco MI.</p> <p>–Permitir que funcionen los estabilizadores automáticos en tanto que se sigue observando la Ley de Responsabilidad Fiscal.</p>
Un fortalecimiento apreciable del dólar de EE.UU. y/o tasas de interés más altas	<p><b>Sector financiero:</b> La deuda de las empresas y otros tipos de deuda han ido aumentando, especialmente la denominada en dólares.</p> <p><b>Sector real:</b> Podría haber un mecanismo de transmisión indirecto entre una desaceleración del crecimiento y las condiciones financieras en Brasil.</p>	Un aumento fuerte de las tasas de interés relacionado con una política de normalización más rápida en la Reserva Federal o un dólar que se mantiene fuerte, o los vínculos con Brasil, pueden afectar la rentabilidad de las empresas, impidiendo el servicio de deuda. No obstante, existen importantes factores atenuantes: - Alrededor del 45 por ciento de la deuda denominada en dólares está concentrada en el sector agrícola, que tiene buenas coberturas naturales. - En general, la evolución de los mercados en Estados Unidos no afectan mucho las tasas de interés nacionales (incluso en el marco del pánico que produjo en 2013 la aplicación de una política destinada a reducir la expansión cuantitativa).	<p>–Un tipo de cambio flotante es la primera línea de defensa. Pueden efectuarse intervenciones cambiarias para evitar un exceso de volatilidad.</p> <p>–Las autoridades deberán adoptar medidas macroprudenciales, entre otras, la imposición de un requisito de capital diferente para los préstamos denominados en dólares.</p>

Nota: Los recuadros con color a la izquierda representan la posibilidad de un shock y los cuadros con color a la derecha representan la gravedad del shock.  
 Rojo = alta, amarillo = media, Verde = Baja.

1/ En la matriz de evaluación de riesgos se señalan sucesos que podrían alterar el escenario de referencia (el escenario más posible, en la opinión del personal técnico del FMI). La posibilidad relativa consiste en una evaluación subjetiva hecha por el personal de los riesgos para este escenario de referencia (un nivel "bajo" indica una probabilidad inferior al 10 por ciento, un nivel "medio" indica que la probabilidad es de entre 10 por ciento y 30 por ciento, un nivel "alto" indica una probabilidad de entre 30 por ciento y 50 por ciento). La matriz es un reflejo de las opiniones del personal respecto de las fuentes de riesgo y el nivel general de inquietud cuando se efectúan las consultas con las autoridades. Ciertos riesgos que no se excluyen entre sí podrían materializarse conjuntamente. "Corto plazo" y "mediano plazo" indican que el riesgo podría materializarse en

### Recuadro 2. Dolarización en Paraguay

En Paraguay se produjo una disminución gradual de la dolarización a comienzos de la década de 2000 al mejorar la estabilidad macroeconómica y reducirse la inflación. No obstante, este curso de desdolarización se ha invertido desde la crisis financiera mundial debido a las fluctuaciones en el precio de los productos primarios, la actividad económica y el tipo de cambio. **En Paraguay la dolarización del crédito está estrechamente vinculada con los precios de la soja, su principal producto de exportación, y con la actividad económica.** Los resultados obtenidos usando un modelo de autor regresión vectorial

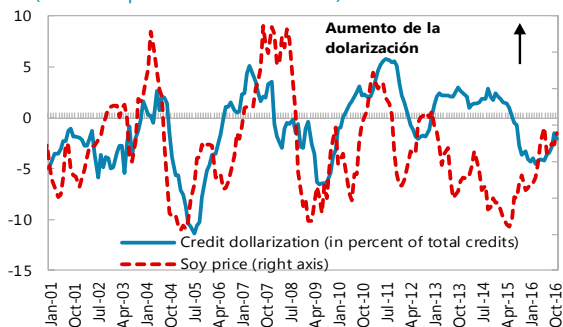
parecen indicar que en Paraguay los precios de la soja, la actividad económica (medida por IMAEP) y la inflación promueven la dolarización de los préstamos bancarios (medida con el tipo de cambio promedio de 2010) en tanto que la depreciación del tipo de cambio y un aumento de la tasa marginal del coeficiente de reservas obligatorias para depósitos en moneda extranjera tienen el efecto contrario.

Específicamente, el análisis del personal técnico parece indicar que el impacto de un shock de un punto porcentual en los precios de la soja induce un mayor nivel de actividad económica, aumentando en 3½ puntos porcentuales la dolarización, con efecto acumulativo después de un año. Una depreciación de 1 punto porcentual del guaraní está asociada con una reducción de tres puntos porcentuales en la dolarización. Además, un nivel bajo y estable de inflación ayuda a reducirla. Finalmente, un incremento del coeficiente marginal de reservas obligatorias para los depósitos en moneda extranjera reduce la dolarización del crédito. Una simulación de descomposición histórica basada en estimaciones de series cronológicas muestra que los precios de la soja, las fluctuaciones en la actividad económica y el tipo de cambio han sido los principales factores del incremento de la dolarización en los últimos años<sup>1</sup>.

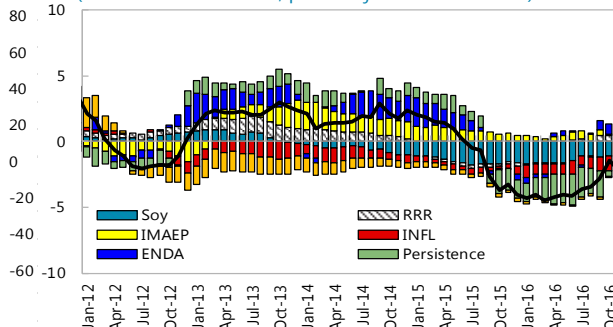
Paraguay: Dolarización del crédito  
(Porcentaje del crédito total)



Precio de la soja y dolarización del crédito  
(Variación porcentual de 12 meses)



Dolarización del crédito  
(Variación de 12 meses; porcentaje del crédito total)



**Una menor dolarización mejoraría la eficacia de la política monetaria y reduciría el riesgo financiero.**

La prominencia de la agroindustria, que en el ámbito interno factura y obtiene créditos en dólares, reduce la eficacia de la transmisión monetaria y la capacidad del Banco Central como prestamista de última instancia. El análisis señala que para reducir la dolarización e incrementar el uso de moneda nacional, las políticas deberán centrarse en i) seguir estableciendo un buen historial en el área de tecnología de la información y proteger la estabilidad macroeconómica global, y ii) reducir el costo relativo de las transacciones en moneda nacional. Será importante también seguir de cerca las vulnerabilidades financieras, incluidos los descaldes de monedas y las posiciones en descubierto netas de los bancos, y mejorar la supervisión bancaria basada en el riesgo.

---

<sup>1</sup> Se usó una descomposición histórica para estimar la contribución de cada shock estructural a la evolución de la dolarización en un escenario de referencia simple (sin shocks).

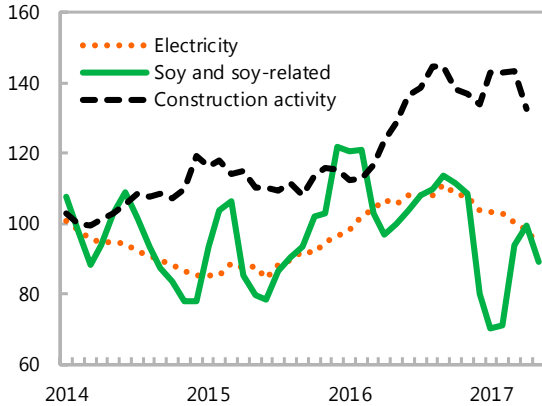
### Gráfico 1. Paraguay: Una economía en expansión

El año pasado los sectores vinculados a la exportación mostraron un fuerte dinamismo, al igual que la construcción...

... no obstante, los indicadores más recientes parecen indicar que se está logrando una expansión de base más amplia, ...

#### Exportaciones reales y actividad económica

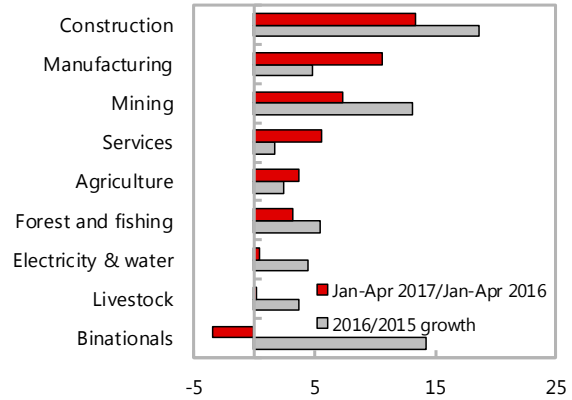
(Índice, 2014 = 100, S.A., promedio móvil de tres meses)



... superando los impedimentos creados por la escasa ampliación del crédito privado, que ha mantenido a raya la inversión...

#### Índices de actividad económica mensual

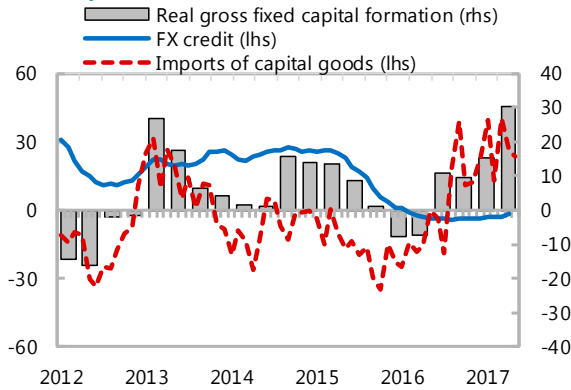
(Porcentaje, interanual)



...y el consumo privado.

#### Crédito en moneda extranjera, importación de bienes de capital e inversión

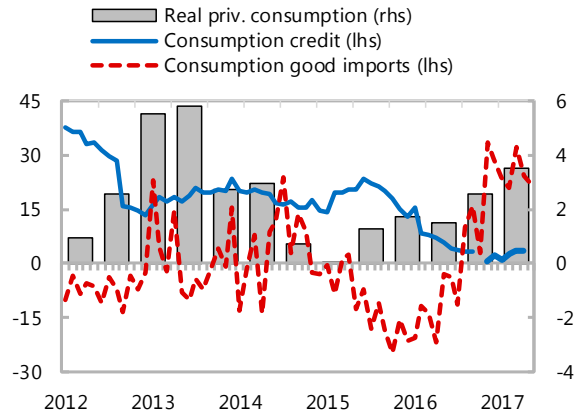
(Porcentaje, interanual)



El aumento de la tasa de desempleo es reflejo de la creciente participación de la fuerza laboral, una señal positiva, ...

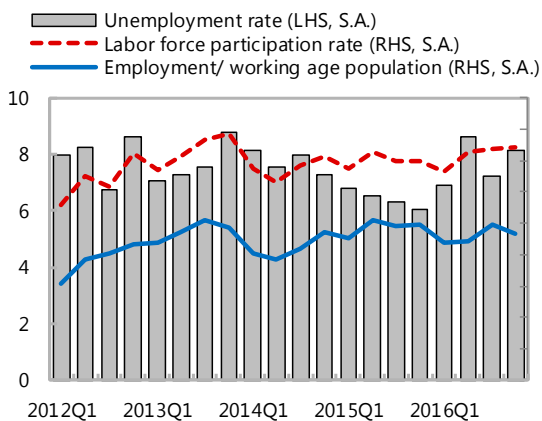
#### Indicadores de consumo

(Variación porcentual, interanual)



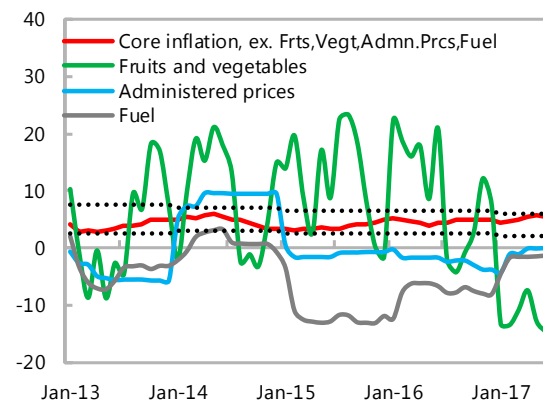
... en tanto que los bajos niveles de inflación en gran medida denotan los efectos de la volatilidad.

#### Mercado laboral (Zona de Asunción)



#### Inflación básica

(Porcentaje, interanual)

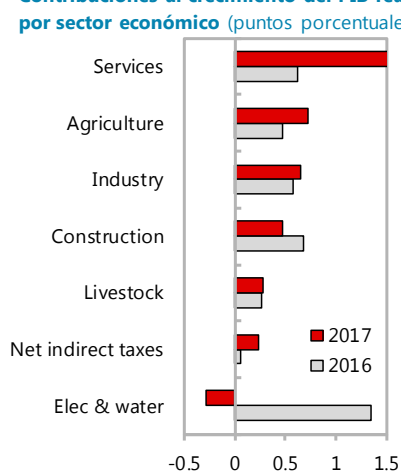


Fuentes: Banco Central del Paraguay y Haver Analytics, Inc.

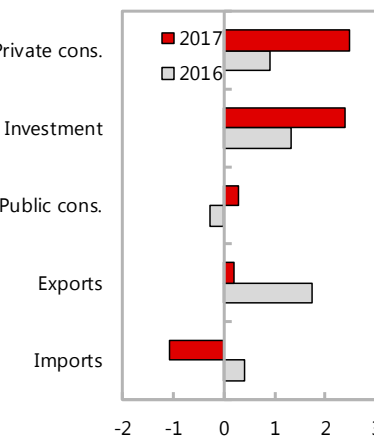
### Gráfico 2. Paraguay: ¿Avance sin tropiezos?

El personal técnico prevé que este año el crecimiento será impulsado por los sectores orientados al mercado nacional y por la demanda interna, y un crecimiento cercano al potencial en el horizonte contemplado en el pronóstico.

#### Contribuciones al crecimiento del PIB real por sector económico (puntos porcentuales)

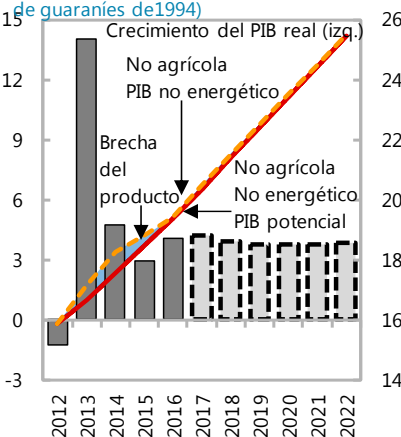


#### Contribuciones al crecimiento del PIB real por gasto (puntos porcentuales)



#### PIB real y producto potencial

(Barras, puntos porcentuales, líneas, billones de guaraníes de 1994)

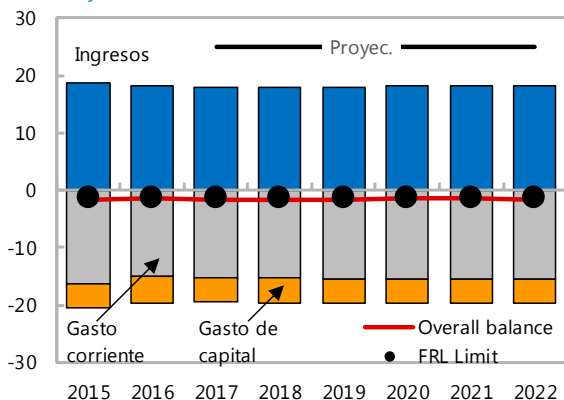


El panorama fiscal no contempla reformas de política importantes.

Y el crédito privado probablemente se estabilizará.

#### Proyecciones fiscales

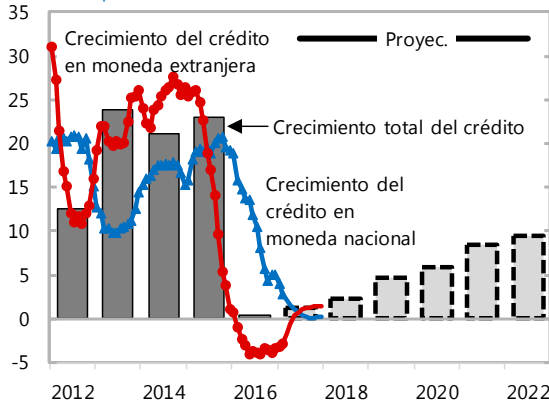
(Porcentaje del PIB)



Una caída transitoria de los términos de intercambio creará un déficit en cuenta corriente este año, tras lo cual la tendencia se invertirá la tendencia.

#### Crédito al sector privado

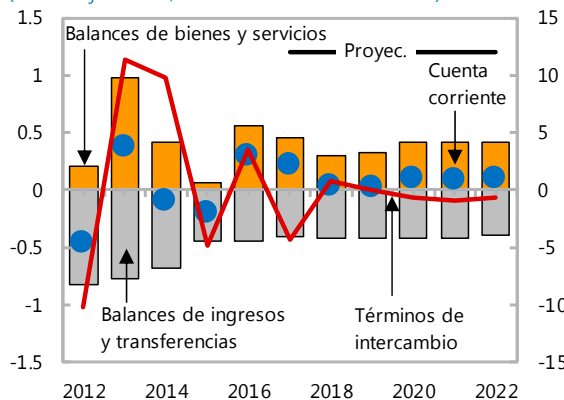
(Variación porcentual, interanual)



Se prevé que la inflación guardará relación con la meta inflacionaria.

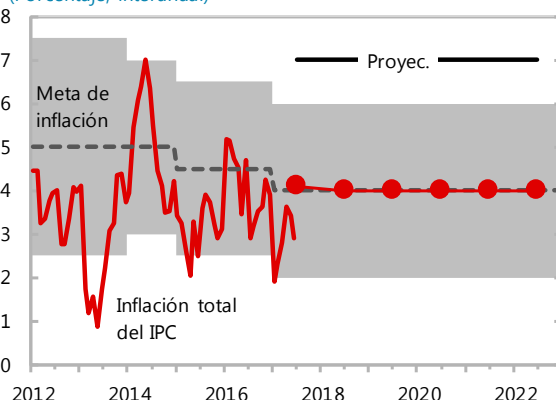
#### Cuenta corriente y términos de intercambio

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



#### Inflación del IPC

(Porcentaje, interanual)



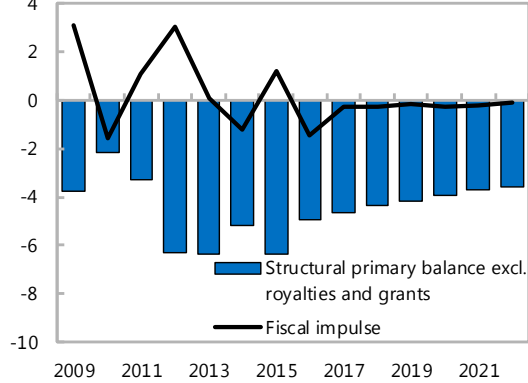
Fuentes: Banco Central del Paraguay, Haver Analytics y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

### Gráfico 3. Paraguay: Adopción de políticas adecuadas

Dado que el déficit se mantendrá dentro del límite fijado en la LRF, la orientación fiscal será generalmente neutral...

#### Orientación de la política fiscal

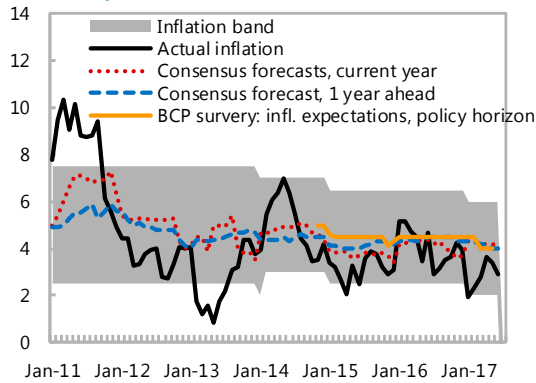
(Porcentaje del PIB potencial no agrícola no energético)



Con expectativas inflacionarias bien ancladas...

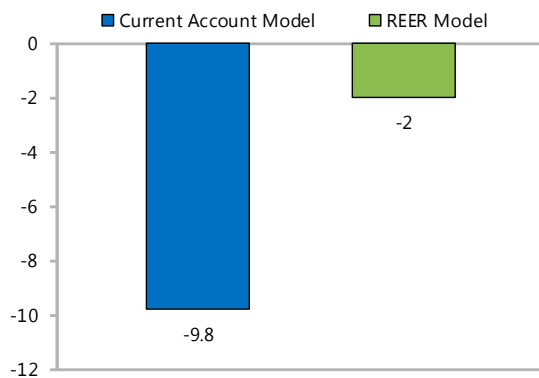
#### Expectativas inflacionarias para el IPC

(Porcentaje, interanual)



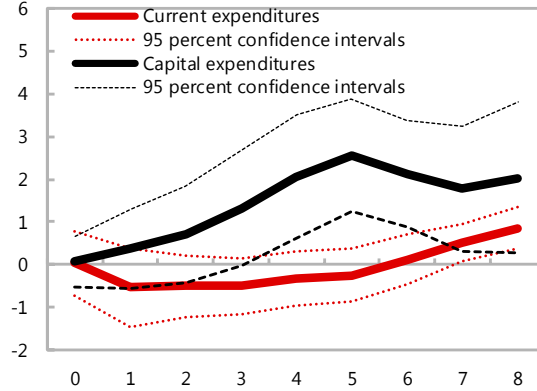
Las metodologías EBA-lite muestran una subvaloración moderada del guaraní...

#### Resultados obtenidos con el método EBA-Lite



...y la reorientación hacia el gasto de capital podría conllevar un impacto más fuerte en el crecimiento dentro de los límites estipulados.

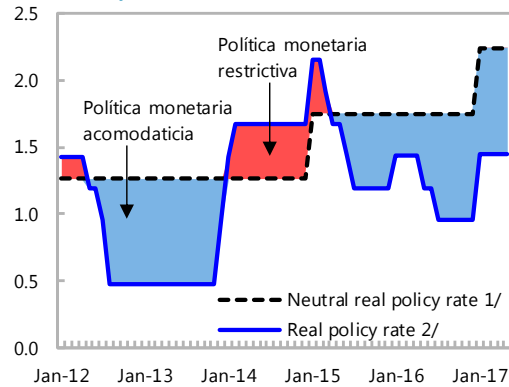
#### Multiplicadores del gasto acumulativo



... el Banco Central ha podido mantener una orientación de política monetaria más o menos acomodaticia.

#### Orientación de la política monetaria

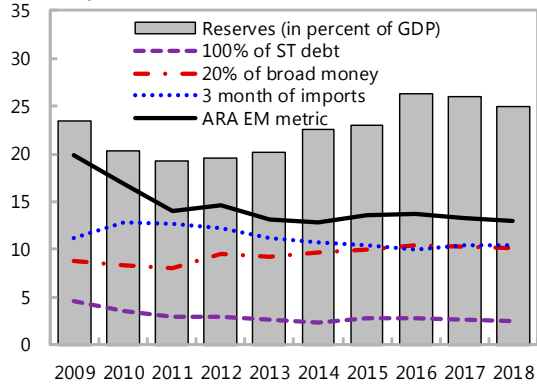
(Porcentaje)



... en concordancia con un aumento moderado de las reservas, que están por sobre un nivel adecuado.

#### Nivel adecuado de reservas

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Banco Central del Paraguay, Haver Analytics, Inc. y cálculos del personal técnico del FML.

1/ Calculado usando una ecuación de Fisher con la tasa de intervención constante estimada por el personal técnico mediante la regla de Taylor y la meta inflacionaria.

2/ Calculada usando la meta de inflación y la expectativa inflacionaria ex-ante.

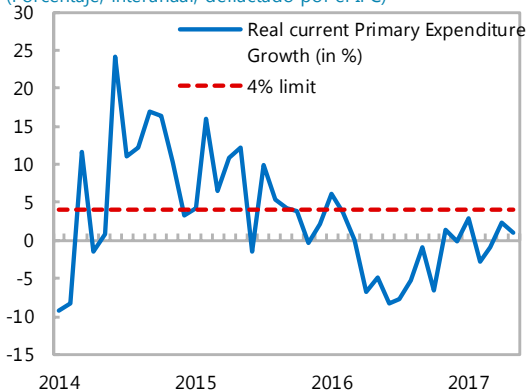
### Gráfico 4. Paraguay: Fortalecimiento de la gestión fiscal

El control del presupuesto es una prioridad importante para asegurar que el aumento del gasto se mantiene dentro de los límites fijados en la LRF...

... al igual que la movilización de ingresos, dado que las tasas tributarias son bajas en comparación con el nivel estándar en la región.

#### Crecimiento del gasto corriente primario real

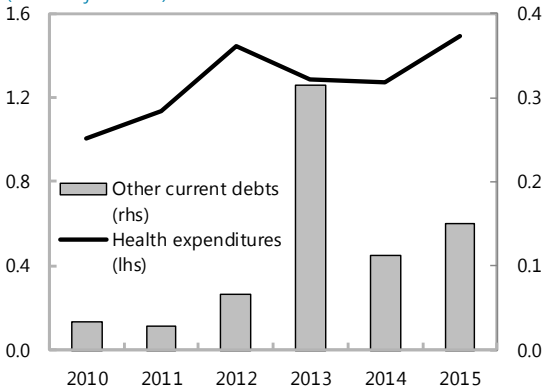
(Porcentaje, interanual, deflactado por el IPC)



El gasto en salud está aumentando y los desequilibrios ya son evidentes...

#### IPS: Gasto en salud, pagado y por pagar

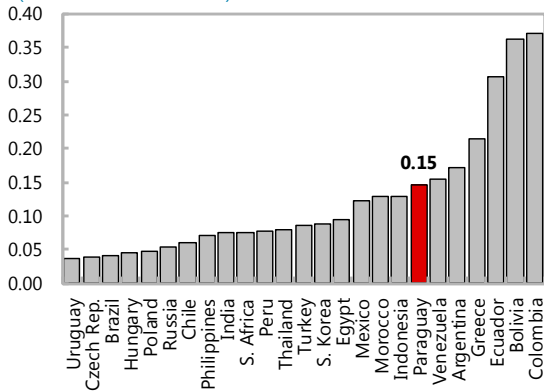
(Porcentaje del PIB)



Las autoridades planean adoptar una norma de balance estructural a fin de afrontar la volatilidad de los ingresos...

#### Volatilidad de los ingresos del gobierno

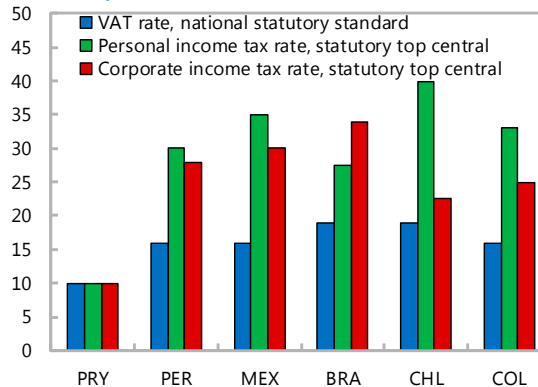
(Coeficiente de variación)



Fuentes: Instituto de Prevision Social; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; División de Población de las Naciones Unidas; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

#### Tasas tributarias en la región

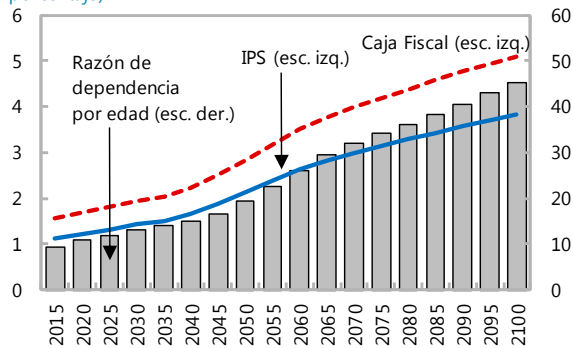
(Porcentaje)



... y el gasto en pensiones públicas aumentará a medida que envejece la población.

#### Gasto en pensiones administradas por el Estado y envejecimiento de la población

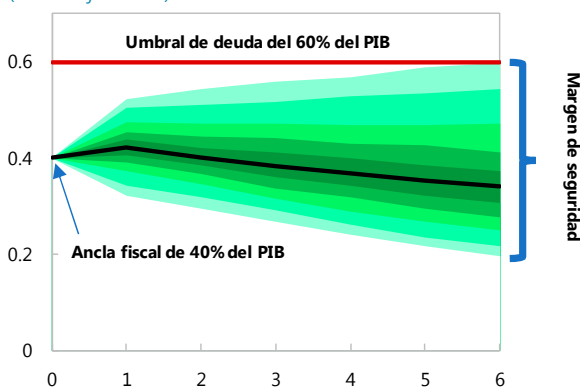
(Gasto como porcentaje del PIB; razón de dependencia por edad, porcentaje)



... pero debe establecerse un nivel para el balance que esté anclado en niveles de endeudamiento adecuados.

#### Nivel seguro de endeudamiento

(Porcentaje del PIB)

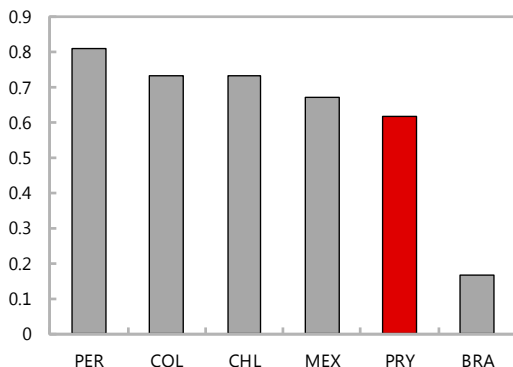


### Gráfico 5. Paraguay: Desafíos en materia de política monetaria

Las reformas podrían incluir una mayor independencia para el BCP, que es algo menor a la de otros organismos a cargo de fijar metas inflacionarias en la región,...

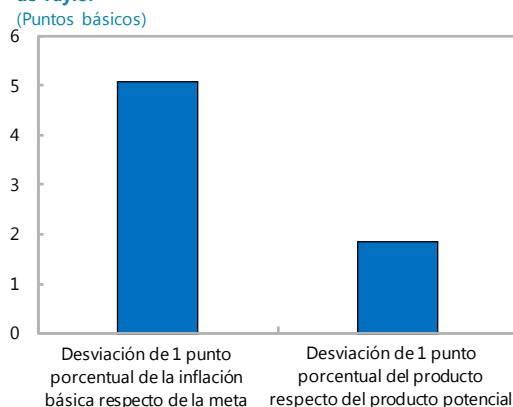
...y una recapitalización más a fondo a fin de abordar definitivamente el problema de la posición negativa de capital.

#### Índices de independencia del Banco Central 1/



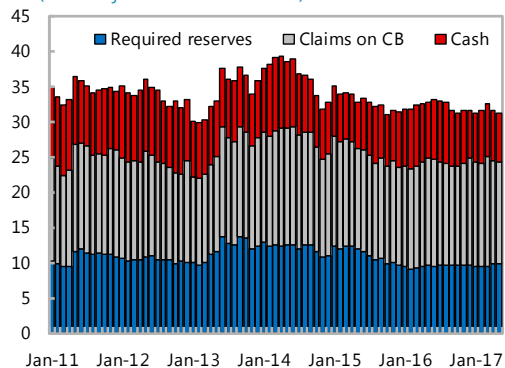
El análisis de las normas de política indica un bajo nivel de sensibilidad a las desviaciones de la meta inflacionaria y la brecha del producto, lo cual pone de relieve la necesidad de una buena comunicación para orientar las expectativas...

#### Movimientos de la tasa de intervención según la regla de Taylor

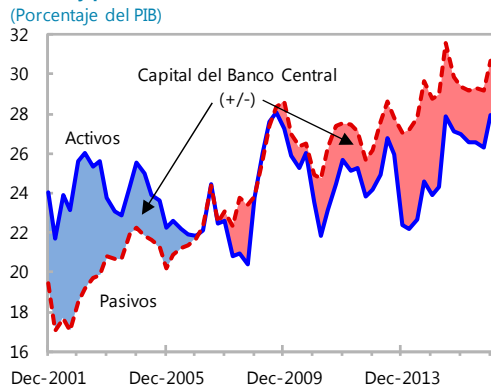


... pues los bancos cuentan con un alto grado de liquidez...

#### Activos seleccionados del sector bancario

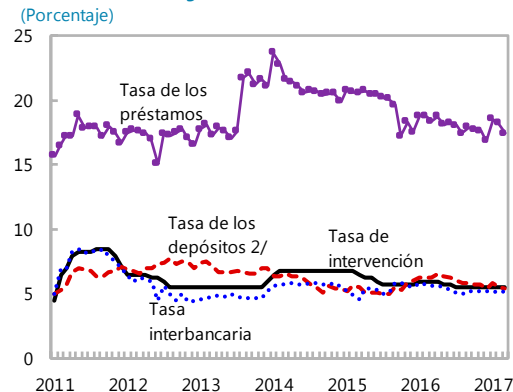


#### Activos y pasivos del Banco Central



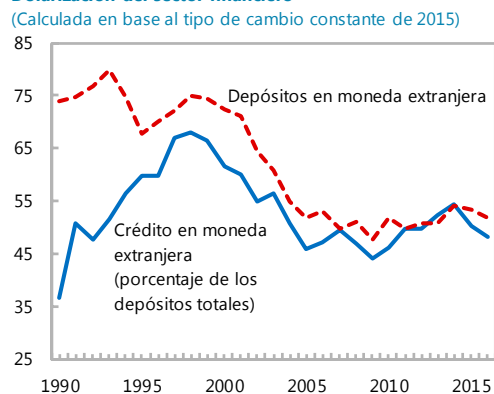
En general las tasas interbancarias son más bajas que las tasas de intervención, y la transmisión entre las tasas a corto plazo y más largo plazo es limitada...

#### Tasas de interés en guaraníes



... y están fuertemente dolarizados.

#### Dolarización del sector financiero



Fuentes: Banco Central del Paraguay, cálculos del personal técnico del FMI y Garriga (2016) "Central Bank Independence in the World: A New Data Set".

1/ Observación más reciente disponible.

2/ Promedio de las tasas para depósitos a la vista, a plazo y de certificados de depósito en guaraníes, ponderadas por su proporción en el total.

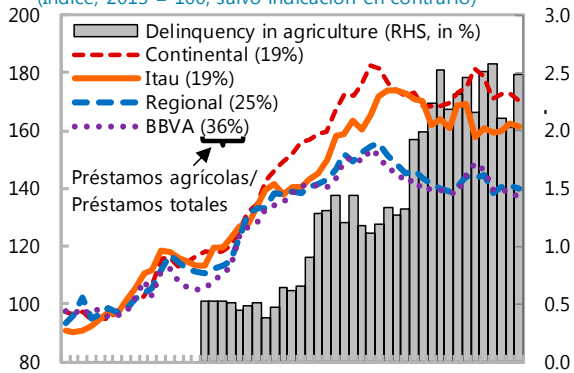


### Gráfico 6. Paraguay: Un giro en el ciclo del crédito

La ampliación del crédito se paralizó, lo que en parte es reflejo de las crecientes dificultades en el sector agrícola ...

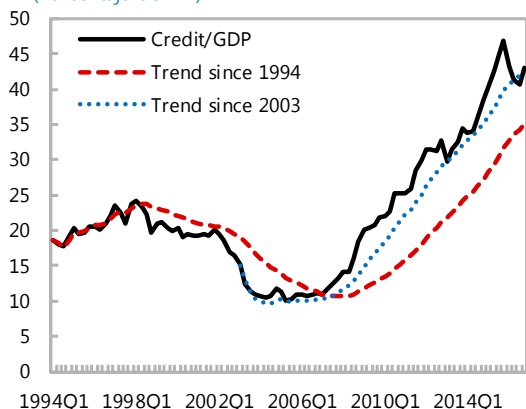
#### Crédito en los 4 principales bancos y morosidad en el sector agrícola

(Índice, 2013 = 100, salvo indicación en contrario)



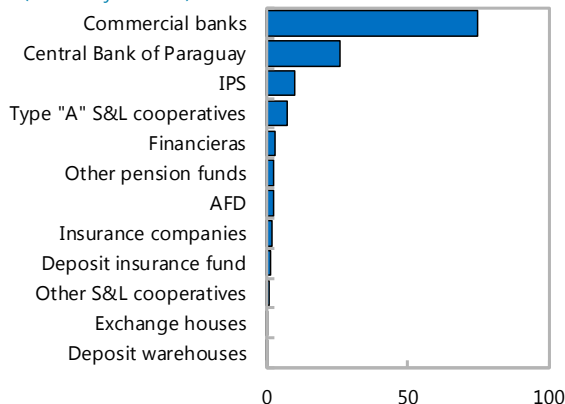
Con el estancamiento de las actividades de financiamiento, las estimaciones de la brecha de crédito se han reducido o desaparecido...

#### Evolución del crédito 1/ (Porcentaje del PIB)



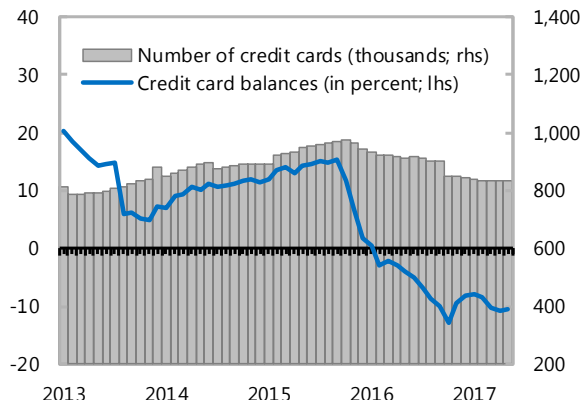
Los bancos siguen dominando el sistema financiero...

#### Activos del sistema financiero (Porcentaje del PIB)



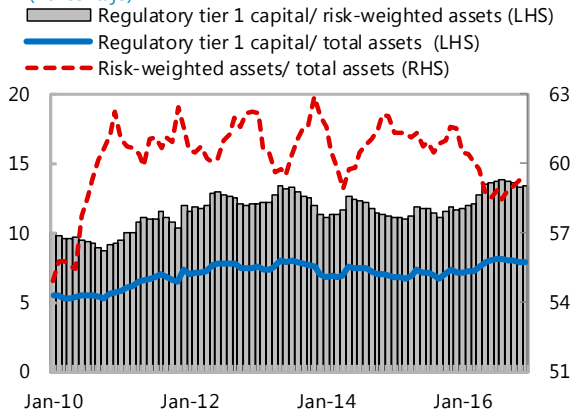
... y los efectos de una regulación más restrictiva de las tarjetas de crédito

#### Tarjetas de crédito y saldos



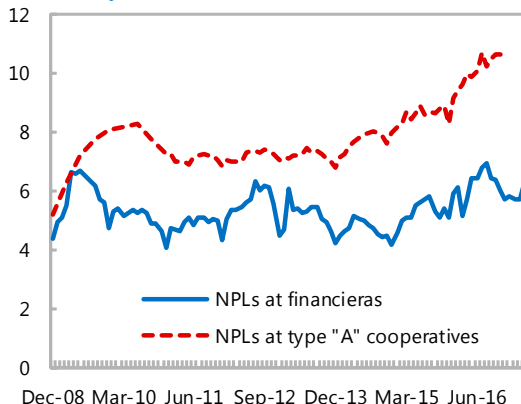
... y los crecientes coeficientes de capital en parte reflejan también la falta de apetito de riesgo .

#### Indicadores de solidez financiera (Porcentaje)



... aunque los riesgos también son relevantes para los intermediarios no bancarios.

#### Préstamos morosos (Porcentaje)



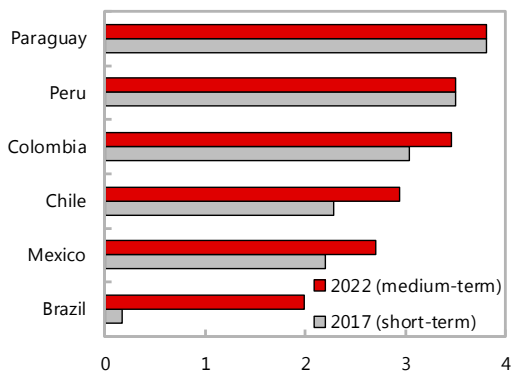
Fuentes: Banco Central del Paraguay, Haver Analytics, Inc., y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Evolución estimada usando un filtro HP (one-sided) con un parámetro de suavizamiento de 400,000.

### Gráfico 7. Paraguay: Prioridades para asegurar un crecimiento sostenible e inclusivo

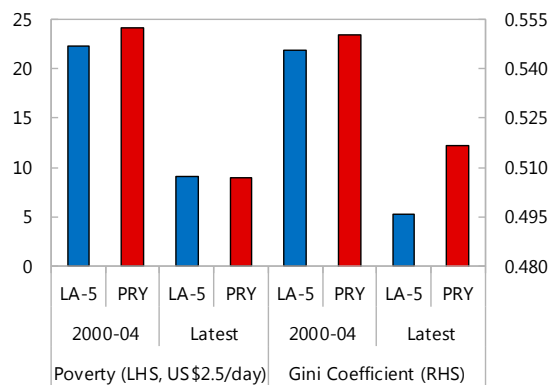
La tasa de crecimiento potencial en Paraguay es más alta que en otros países latinoamericanos importantes...

**Tasas potenciales de crecimiento del producto**  
(Porcentaje)



... y ha reducido la pobreza y la desigualdad, como en otros países de la región.

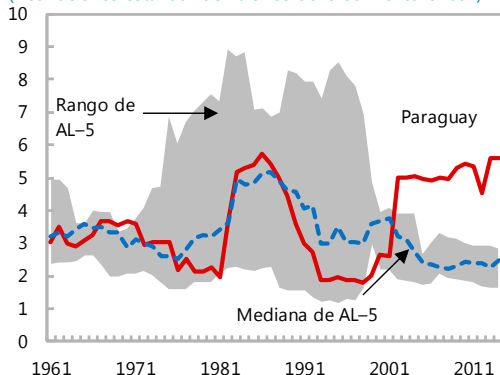
**Pobreza y desigualdad en América Latina**



No obstante, a diferencia de otros países de América Latina, el crecimiento sigue siendo altamente volátil, un problema que puede abordarse con reformas estructurales para mejorar un desempeño deficiente en las áreas de...

**Volatilidad del crecimiento**

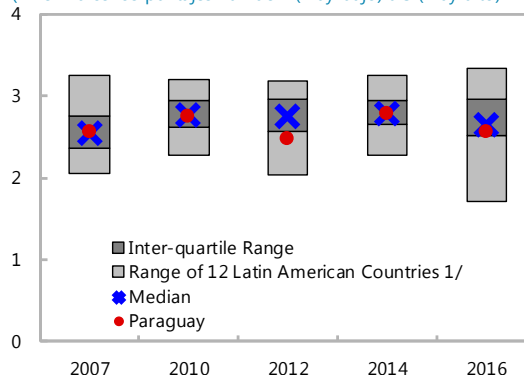
(Desviaciones estándar de 10 años del crecimiento anual)



... logística, ...

**Índice de desempeño logístico**

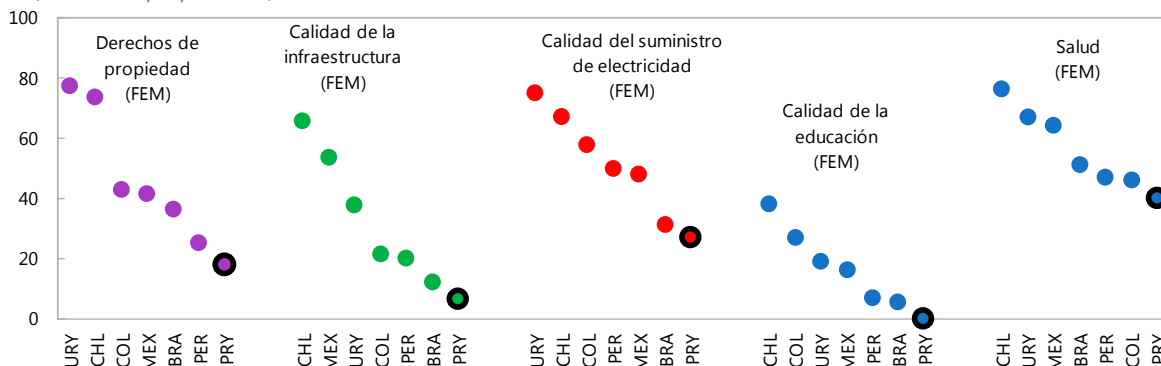
(En el índice los puntajes van de 1 (muy bajo) a 5 (muy alto))



infraestructura, educación y servicios de salud.

**Clasificación de competitividad mundial 2/**

(Clasificación por percentiles)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Foro Económico Mundial, *Global Competitiveness Report (2015–2016)*; Penn World Tables; base de datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis; SEDLAC, y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Países de América Latina y el Caribe (Grupo WEO) excluidos estados pequeños y Venezuela.

2/ La escala refleja la distribución percentil entre países en el estudio respectivo; los puntajes más altos son reflejo de un mejor desempeño; BM: Banco Mundial; FEM: Foro Económico Mundial.

## Cuadro 1. Paraguay: Indicadores económicos y sociales seleccionados

I. Indicadores sociales y demográficos								
Población 2016 (millones)	6.8					Índice de Gini (2015)	47.1	
Tasa de desempleo (2016)	6.0					Esperanza de vida al nacer (2015)	73.0	
Porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza (2016)	28.9					Tasa de analfabetismo de adultos (2015)	4.5	
Clasificación en el índice de desarrollo del PNUD (2015)	110 of 186					PIB per cápita (USD, 2016)	4,003	
II. Indicadores económicos								
	2011	2012	2013	2014	2015	Est. 2016	Proy. 2017	Proy. 2018
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)								
<b>Ingreso y precios</b>								
PIB real	4.3	-1.2	14.0	4.7	3.0	4.1	4.2	3.9
PIB nominal	10.8	3.4	15.0	10.1	3.1	9.6	8.4	7.7
PIB per cápita (miles de dólares de EE.UU.)	3.9	3.8	4.4	4.6	4.0	4.0	4.2	4.4
Precios al consumidor (fin de período)	4.9	4.0	3.7	4.2	3.1	3.9	4.1	4.0
Tipo de cambio nominal (guaraníes por dólar de EE.UU., eop)	4,440	4,289	4,524	4,626	5,807	5,767	...	...
<b>Sector monetario</b>								
Emisión monetaria	11.6	17.5	13.2	8.9	2.9	4.9	5.6	5.6
Crédito al sector privado 1/	25.6	15.8	19.7	19.8	8.7	1.2	0.7	2.3
Pasivos frente al sector privado	19.3	14.0	20.0	15.9	4.0	3.8	1.5	4.6
Tasa de política monetaria, fin del ejercicio	7.3	5.5	6.0	6.8	5.8	5.5	5.8	6.0
<b>Sector externo</b>								
Exportaciones (fob, valores)	20.7	-7.8	16.7	-3.7	-16.8	2.4	5.5	4.9
Importaciones (cif, valores)	22.9	-5.9	7.8	1.1	-14.6	-5.1	6.6	7.9
Términos de intercambio	14.3	-10.2	11.4	9.8	-4.9	3.5	-4.3	0.7
Tipo de cambio efectivo real 2/	11.8	-1.6	5.2	3.2	-1.9	-2.1	...	...
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)								
<b>Cuenta corriente</b>	<b>0.4</b>	<b>-2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>
Balanza comercial	3.4	2.3	5.7	3.3	2.1	5.0	4.6	3.5
Exportaciones	50.3	47.4	47.0	42.4	39.9	40.7	40.4	39.9
De las cuales: Electricidad	9.0	9.1	7.7	7.1	7.5	7.8	7.3	6.9
Importaciones	-46.9	-45.1	-41.2	-39.1	-37.8	-35.7	-35.9	-36.4
De las cuales: Importaciones de petróleo	-6.0	-6.7	-6.0	-5.5	-3.3	-2.9	-3.7	-3.6
<b>Cuenta de capital y cuenta corriente</b>	<b>1.9</b>	<b>3.7</b>	<b>0.3</b>	<b>5.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.2</b>	<b>0.2</b>
Gobierno general	-0.2	-0.1	1.8	3.2	1.5	2.8	2.5	0.6
Sector privado	2.1	3.9	-3.0	1.0	-0.9	-0.4	-0.3	-0.3
Del cual: Inversión directa	2.2	1.9	0.2	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
Errores y emisiones	0.8	-1.8	1.6	-1.2	-0.3	2.0	0.0	0.0
<b>Reservas internacionales brutas (millones de dólares de EE.UU.)</b>	<b>4,984</b>	<b>4,994</b>	<b>5,871</b>	<b>6,891</b>	<b>6,200</b>	<b>7,143</b>	<b>8,128</b>	<b>8,244</b>
En meses de importaciones de bienes y servicios del próximo año	5.0	4.6	5.3	7.2	6.8	7.4	7.8	7.6
Proporción con respecto a la deuda externa a corto plazo	2.7	1.9	2.4	2.9	2.5	2.7	3.1	3.1
<b>Inversión interna bruta</b>	<b>17.1</b>	<b>15.1</b>	<b>15.4</b>	<b>16.3</b>	<b>16.8</b>	<b>18.0</b>	<b>20.2</b>	<b>20.6</b>
<b>Ahorro nacional bruto</b>	<b>17.5</b>	<b>13.0</b>	<b>17.1</b>	<b>15.9</b>	<b>15.8</b>	<b>19.7</b>	<b>21.4</b>	<b>20.7</b>
<b>Ingresos del gobierno central</b>	<b>18.0</b>	<b>19.0</b>	<b>17.1</b>	<b>17.9</b>	<b>18.7</b>	<b>18.3</b>	<b>18.0</b>	<b>18.0</b>
De las cuales: Ingresos tributarios	12.6	12.7	11.8	12.7	12.7	12.5	12.6	12.7
<b>Gastos del gobierno central</b>	<b>17.0</b>	<b>20.6</b>	<b>18.8</b>	<b>19.0</b>	<b>20.5</b>	<b>19.7</b>	<b>19.5</b>	<b>19.6</b>
De las cuales: Remuneración de empleados	7.5	9.4	9.1	8.8	9.3	8.5	8.3	8.3
De las cuales: Adquisición neta de activos no financieros	2.3	2.6	2.3	2.4	2.6	2.9	3.0	3.0
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto del gobierno central</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>
<b>Saldo primario del gobierno central</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.7</b>
<b>Deuda del sector público (excluidas letras del Banco Central)</b>	<b>13.0</b>	<b>16.2</b>	<b>17.0</b>	<b>19.7</b>	<b>24.0</b>	<b>24.6</b>	<b>25.4</b>	<b>25.1</b>
De la cual: Moneda extranjera	11.0	10.8	11.6	14.0	18.0	19.3	20.8	20.2
De la cual: Moneda nacional	1.9	5.3	5.4	5.8	6.0	5.3	4.6	4.9
<b>Partidas informativas:</b>								
PIB (miles de millones de guaraníes)	105,203	108,832	125,152	137,798	142,003	155,603	168,691	181,666
PIB (miles de millones de dólares de EE.UU.)	25.1	24.6	29.0	30.9	27.3	27.4	...	...

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

1/ Incluye el crédito en moneda nacional y el crédito en moneda extranjera valorados a un tipo de cambio constante.

2/ Variación anual promedio: una variación positiva indica una apreciación.

**Cuadro 2. Paraguay: Operaciones del gobierno central**

(Porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	Proyecciones					
						2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Ingreso</b>	<b>19.0</b>	<b>17.1</b>	<b>17.9</b>	<b>18.7</b>	<b>18.3</b>	<b>18.0</b>	<b>18.0</b>	<b>18.1</b>	<b>18.1</b>	<b>18.1</b>	<b>18.2</b>
Impuestos	12.7	11.8	12.7	12.7	12.5	12.6	12.7	12.8	12.8	12.9	13.0
Impuestos sobre la renta	2.7	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0
Impuestos selectivos	2.0	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
Impuesto al valor agregado	6.5	6.3	6.8	6.9	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.9	6.9
Derechos de importación	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
Otros	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Contribuciones sociales	1.6	1.3	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Otros ingresos	4.7	4.0	3.6	4.5	4.5	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	3.9
Donaciones	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Centrales hidroeléctricas de Itaipú y Yacyretá	2.1	1.9	1.5	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
Otros ingresos no tributarios	1.4	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>Gastos</b>	<b>20.6</b>	<b>18.8</b>	<b>19.0</b>	<b>20.5</b>	<b>19.7</b>	<b>19.5</b>	<b>19.6</b>	<b>19.7</b>	<b>19.6</b>	<b>19.6</b>	<b>19.7</b>
<b>Gasto</b>	<b>18.0</b>	<b>16.5</b>	<b>16.6</b>	<b>17.8</b>	<b>16.8</b>	<b>16.5</b>	<b>16.6</b>	<b>16.7</b>	<b>16.8</b>	<b>16.9</b>	<b>16.9</b>
Remuneración de empleados	9.4	9.1	8.8	9.3	8.5	8.3	8.3	8.3	8.3	8.2	8.2
Adquisiciones de bienes y servicios	1.6	1.2	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
Intereses	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
Donaciones	3.5	3.0	3.1	3.1	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Prestaciones sociales	2.1	2.1	2.1	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Otros gastos	1.1	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Resultado operativo bruto</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
Adquisición neta de activos no financieros	2.6	2.3	2.4	2.6	2.9	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
<b>Préstamo/endeudamiento neto (saldo global)</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>
<b>Transacciones financieras netas</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>
Adquisición neta de activos financieros	0.1	0.3	1.2	0.2	0.7	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Inversión financiera	0.0	0.1	0.7	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Préstamos netos concedidos	0.0	0.1	0.7	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adquisición neta de activos financieros	1.8	2.0	1.9	1.9	2.5	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.6
Internos	1.8	0.3	-1.1	0.9	-0.3	-0.8	1.1	1.1	0.9	1.0	1.1
Títulos de deuda	0.7	0.7	0.5	0.1	-0.3	-0.3	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
Nuevas emisiones	1.0	0.9	0.8	0.4	0.3	0.2	0.9	1.0	1.3	1.4	1.7
Amortizaciones	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8
Crédito neto del sistema bancario	0.9	-0.6	-1.8	0.7	0.4	-0.5	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
Crédito neto del Banco Central 1/	0.8	-0.6	-1.8	0.8	0.3	-0.5	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
Crédito neto de bancos comerciales	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otras cuentas por pagar	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Externas	-0.1	1.7	3.1	1.0	2.8	2.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
Desembolsos	0.8	2.4	3.6	1.6	3.4	3.1	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
Amortizaciones	-0.9	-0.6	-0.6	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5
Discrepancia estadística 2/	0.0	0.0	0.4	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Partidas informativas:</b>											
Saldo primario	-1.4	-1.4	-0.7	-1.1	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4
Saldo primario excluidas regalías y donaciones	-4.7	-4.1	-3.0	-4.3	-3.6	-3.3	-3.1	-3.1	-2.9	-2.8	-2.7
Saldo primario excluidas regalías y donaciones 3/	-6.3	-5.8	-4.3	-6.0	-4.9	-4.5	-4.2	-4.1	-3.9	-3.7	-3.6
Brecha del producto para el PIB excl. sectores agrícola y de energía	0.1	2.8	4.1	1.9	0.2	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
Saldo primario estructural excluidas regalías y donaciones 3/	-6.3	-6.4	-5.2	-6.4	-4.9	-4.6	-4.3	-4.2	-3.9	-3.7	-3.6
Impulso fiscal	3.0	0.1	-1.2	1.2	-1.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1
Deuda bruta del gobierno central	12.6	13.6	16.2	19.7	21.0	21.7	21.5	21.4	21.5	21.5	21.6
PIB nominal (en miles de millones de guaraníes)	108,832	125,152	137,798	142,003	155,603	168,691	181,666	194,925	209,873	226,460	244,265

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

1/ Incluye principalmente el uso de depósitos del gobierno en el Banco Central.

2/ Muestra la discrepancia entre los cálculos por encima de la línea y las cuentas financieras.

3/ Porcentaje del PIB potencial no agrícola no energético.

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

(Porcentaje del PIB)

					Est.	Proyecciones						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
<b>Ingresos</b>	<b>23.6</b>	<b>22.1</b>	<b>22.8</b>	<b>24.0</b>	<b>23.7</b>	<b>23.6</b>	<b>23.7</b>	<b>23.9</b>	<b>24.0</b>	<b>24.0</b>	<b>24.0</b>	
Ingreso tributario	12.8	12.3	12.7	12.8	12.6	12.7	12.8	12.8	12.9	13.0	13.1	
Ingreso no tributario y donaciones 2/	10.4	9.1	9.6	10.8	10.6	10.3	10.4	10.6	10.6	10.5	10.4	
Superávit operativo de las empresas públicas	0.5	0.7	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
<b>Gastos</b>	<b>25.3</b>	<b>23.5</b>	<b>23.5</b>	<b>25.4</b>	<b>24.9</b>	<b>24.9</b>	<b>25.1</b>	<b>25.2</b>	<b>25.1</b>	<b>25.2</b>	<b>25.3</b>	
<b>Gasto</b>	<b>21.6</b>	<b>20.3</b>	<b>20.5</b>	<b>21.8</b>	<b>20.7</b>	<b>20.6</b>	<b>20.9</b>	<b>21.0</b>	<b>21.1</b>	<b>21.2</b>	<b>21.3</b>	
Remuneración de empleados	12.0	11.7	11.3	11.7	10.6	10.5	10.5	10.4	10.4	10.4	10.3	
Adquisición de bienes y servicios	2.7	2.1	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	
Pagos de intereses	0.6	0.8	0.8	1.1	1.2	1.4	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2	
Transferencias 3/	5.2	5.0	5.0	5.8	5.6	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	
Transferencias corrientes	4.1	4.1	4.2	4.9	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	
Transferencias de capital	1.1	0.9	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
Otros gastos	1.1	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	
<b>Resultado operativo bruto</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	
Adquisición neta de activos no financieros	3.7	3.2	3.0	3.6	4.1	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	4.1	
<b>Préstamo/endeudamiento neto (saldo global)</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.3</b>	
<b>Transacciones financieras netas</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	
Adquisición neta de activos financieros	0.6	0.9	0.7	-0.2	0.8	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	
Incurrimiento neto de pasivos	2.2	2.3	1.4	1.1	2.0	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3	1.5	
Externos	-0.1	1.7	3.1	1.2	3.5	2.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	
Desembolsos	0.8	2.4	3.8	1.8	4.2	3.5	1.3	1.2	1.1	0.9	1.0	
Amortizaciones	-0.9	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	
Internos	2.1	0.4	-1.9	-0.2	-1.2	-1.2	0.9	0.8	0.6	0.8	1.0	
Deuda interna	0.7	0.7	0.5	0.1	-0.3	-0.3	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	
Desembolsos	1.0	0.9	0.8	0.4	0.3	0.2	0.9	1.0	1.3	1.4	1.7	
Amortizaciones	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	
Depósitos	1.2	-1.2	-2.7	-0.9	-1.4	-1.5	-0.2	-0.2	-0.5	-0.4	-0.4	
Cambios en los depósitos netos de bancos comerciales	0.4	-0.6	-1.0	-1.7	-1.8	-1.0	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	
Cambios en los depósitos netos del Banco Central del Paraguay	0.8	-0.6	-1.8	0.8	0.3	-0.5	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	
Financiamiento del déficit cuasifiscal 4/	0.2	0.9	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6	
Otras cuentas por pagar	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>Partidas informativas:</b>												
Saldo primario	-1.0	-0.7	0.1	-0.3	0.0	0.0	0.3	0.6	0.8	0.8	0.8	
Deuda del sector público (excl. letras del Banco Central)	16.2	17.0	19.7	24.0	24.6	25.4	25.1	24.8	24.7	24.5	24.4	
Deuda pública interna	5.3	5.4	5.8	6.0	5.3	4.6	4.9	5.1	5.5	5.8	6.3	
Deuda pública externa	10.8	11.6	14.0	18.0	19.3	20.8	20.2	19.7	19.3	18.7	18.1	

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

1/ Incluye el sector público no financiero y el Banco Central.

2/ Incluye contribuciones sociales y donaciones.

3/ Incluye prestaciones sociales, donaciones y transferencias de capital.

4/ Corresponde a las pérdidas netas de capital del Banco Central que no son compensadas automáticamente por el gobierno.

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

(Miles de millones de guaraníes; fin de período; a tipos de cambio constantes)

	2012	2013	2014	2015	2016	Proyecciones					
						2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Emisión monetaria</b>	<b>8,606</b>	<b>9,744</b>	<b>10,615</b>	<b>10,920</b>	<b>11,457</b>	<b>12,095</b>	<b>12,769</b>	<b>13,481</b>	<b>14,232</b>	<b>15,025</b>	<b>15,862</b>
Crecimiento	17.5	13.2	8.9	2.9	4.9	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
<b>Reservas internacionales netas</b>	<b>23,067</b>	<b>27,125</b>	<b>31,934</b>	<b>27,521</b>	<b>31,789</b>	<b>36,350</b>	<b>36,886</b>	<b>37,735</b>	<b>39,899</b>	<b>42,367</b>	<b>45,741</b>
En millones de dólares de EE.UU.	4,983	5,859	6,898	5,945	6,867	7,852	7,968	8,151	8,619	9,152	9,881
<b>Activos internos netos</b>	<b>-14,461</b>	<b>-17,381</b>	<b>-21,319</b>	<b>-16,601</b>	<b>-20,332</b>	<b>-24,254</b>	<b>-24,117</b>	<b>-24,254</b>	<b>-25,667</b>	<b>-27,342</b>	<b>-29,879</b>
Sector público no financiero neto	-1,354	-5,837	-8,282	-6,565	-7,127	-7,898	-6,932	-5,964	-5,515	-5,061	-4,612
Crédito neto al gobierno central	-1,342	-5,837	-8,282	-6,565	-7,126	-7,897	-6,931	-5,963	-5,514	-5,060	-4,612
Crédito neto al resto del SPNF	-12	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Crédito neto al sistema bancario	-11,792	-14,926	-16,961	-16,123	-20,641	-25,765	-27,835	-30,078	-33,471	-37,497	-43,038
Encaje legal	-6,539	-7,605	-9,096	-9,617	-9,558	-9,983	-10,389	-10,771	-11,129	-11,490	-11,863
Reservas de libre disponibilidad	-2,685	-1,207	-2,036	-2,292	-2,992	-2,992	-2,992	-2,992	-2,992	-2,992	-2,992
Instrumentos de control monetario 1/	-3,665	-7,473	-6,918	-5,349	-9,321	-14,020	-15,684	-17,545	-20,579	-24,244	-29,412
Otros	1,097	1,361	1,090	1,136	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
Otros activos y pasivos (neto)	-1,315	3,382	3,924	6,087	7,436	9,408	10,650	11,788	13,318	15,215	17,772
Capital y reservas	1,557	5,387	6,218	2,897	3,709	4,683	5,754	6,623	7,488	8,565	9,918
Otros activos netos 2/	-2,872	-2,005	-2,294	3,191	3,727	4,725	4,896	5,164	5,831	6,651	7,853
<b>Partidas informativas:</b>											
Saldo total de LRM en circulación 1/	3,601	7,614	6,873	5,307	9,247	14,020	15,684	17,545	20,579	24,244	29,412
Emisión primaria 3/	13,598	13,180	14,616	15,019	16,058	16,923	17,798	18,678	19,586	20,538	21,539
Emisión primaria, crecimiento anual	17	-3	11	3	7	5	5	5	5	5	5
Saldo cuasifiscal	261	1,123	542	993	914	974	1,070	869	864	1,076	1,353
Porcentaje del PIB	0.2	0.9	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6
Costo de las operaciones de política monetaria	400	534	592	583	652	1,003	1,457	1,619	1,799	2,085	2,434
Porcentaje del PIB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0

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

1/ Incluye un servicio de depósito día a día y letras del Banco Central (LRM). Una fracción de las LRM es mantenida por instituciones no bancarias.

2/ Incluye LRM mantenidas por el sector no bancario.

3/ La emisión primaria comprende la moneda más los depósitos para reserva legal denominados en guaraníes mantenidos por el Banco Central del Paraguay.

### Cuadro 5. Paraguay: Resumen de las cuentas del sistema financiero 1/

(Miles de millones de guaraníes; fin de periodo; a tipos de cambio constantes)

	Proyecciones										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>I. Banco Central</b>											
<b>Reservas internacionales netas</b>	<b>23,067</b>	<b>27,125</b>	<b>31,934</b>	<b>27,521</b>	<b>31,789</b>	<b>36,350</b>	<b>36,886</b>	<b>37,735</b>	<b>39,899</b>	<b>42,367</b>	<b>45,741</b>
En millones de dólares de EE.UU.	4,983	5,859	6,898	5,945	6,867	7,852	7,968	8,151	8,619	9,152	9,881
<b>Activos internos netos</b>	<b>-14,461</b>	<b>-17,381</b>	<b>-21,319</b>	<b>-16,601</b>	<b>-20,332</b>	<b>-24,254</b>	<b>-24,117</b>	<b>-24,254</b>	<b>-25,667</b>	<b>-27,342</b>	<b>-29,879</b>
Crédito neto al sector público	-1,354	-5,837	-8,282	-6,565	-7,127	-7,898	-6,932	-5,964	-5,515	-5,061	-4,612
Crédito neto al sector bancario 2/	-8,127	-7,452	-10,042	-10,774	-11,320	-11,745	-12,151	-12,534	-12,892	-13,252	-13,626
Crédito	1,097	1,361	1,090	1,136	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
Depósitos	9,224	8,813	11,132	11,910	12,549	12,974	13,381	13,763	14,121	14,482	14,855
Títulos del Banco Central	3,601	7,614	6,873	5,307	9,247	14,020	15,684	17,545	20,579	24,244	29,412
Títulos del Banco Central	-3,601	-7,614	-6,873	-5,307	-9,247	-14,020	-15,684	-17,545	-20,579	-24,244	-29,412
Otros	-1,379	3,522	3,879	6,045	7,362	9,408	10,650	11,788	13,318	15,215	17,772
<b>Emisión monetaria</b>	<b>8,606</b>	<b>9,744</b>	<b>10,615</b>	<b>10,920</b>	<b>11,457</b>	<b>12,095</b>	<b>12,769</b>	<b>13,481</b>	<b>14,232</b>	<b>15,025</b>	<b>15,862</b>
<b>II. Panorama monetario</b>											
<b>Activos externos netos</b>	<b>22,533</b>	<b>25,147</b>	<b>29,517</b>	<b>25,628</b>	<b>29,849</b>	<b>34,431</b>	<b>34,979</b>	<b>35,839</b>	<b>38,015</b>	<b>40,494</b>	<b>43,879</b>
En millones de dólares de EE.UU.	4,868	5,432	6,376	5,536	6,448	7,438	7,556	7,742	8,212	8,747	9,479
<b>Activos internos netos</b>	<b>31,695</b>	<b>39,459</b>	<b>44,795</b>	<b>51,962</b>	<b>50,963</b>	<b>50,638</b>	<b>54,133</b>	<b>57,037</b>	<b>58,461</b>	<b>59,639</b>	<b>60,055</b>
Crédito al sector público	-4,856	-9,327	-12,278	-11,205	-13,441	-14,205	-13,233	-12,259	-11,804	-11,344	-10,890
Crédito al sector privado	47,878	57,298	68,660	74,602	75,511	76,056	77,786	81,449	86,246	93,507	102,288
Otros	-11,326	-8,512	-11,587	-11,436	-11,107	-11,213	-10,420	-12,153	-15,981	-22,523	-31,343
<b>Liquidez en sentido amplio (M4)</b>	<b>54,229</b>	<b>64,606</b>	<b>74,313</b>	<b>77,590</b>	<b>80,811</b>	<b>85,069</b>	<b>89,111</b>	<b>92,876</b>	<b>96,475</b>	<b>100,133</b>	<b>103,934</b>
Títulos y valores emitidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos monetarios	2,765	3,760	4,826	5,529	4,946	5,193	5,426	5,643	5,846	6,051	6,263
Valores del Banco Central en el sector privado	0	140	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Liquidez en sentido amplio (M3)</b>	<b>51,464</b>	<b>60,706</b>	<b>69,487</b>	<b>72,061</b>	<b>75,865</b>	<b>79,877</b>	<b>83,685</b>	<b>87,233</b>	<b>90,629</b>	<b>94,082</b>	<b>97,672</b>
Depósitos en moneda extranjera	16,893	20,286	25,358	26,416	26,833	27,906	29,023	30,184	31,270	32,365	33,497
<b>Dinero y cuasidinero (M2)</b>	<b>34,571</b>	<b>40,420</b>	<b>44,129</b>	<b>45,645</b>	<b>49,032</b>	<b>51,970</b>	<b>54,663</b>	<b>57,050</b>	<b>59,359</b>	<b>61,718</b>	<b>64,175</b>
Cuasidinero	16,813	20,340	22,411	22,969	24,408	25,872	27,166	28,252	29,269	30,294	31,354
Dinero (M1)	17,758	20,080	21,718	22,676	24,625	26,098	27,497	28,798	30,090	31,424	32,821
(Variación porcentual anual)											
M0 (emisión monetaria)	17.5	13.2	8.9	2.9	4.9	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
Crédito al sector privado	15.8	19.7	19.8	8.7	1.2	0.7	2.3	4.7	5.9	8.4	9.4
M1	10.0	13.1	8.2	4.4	8.6	6.0	5.4	4.7	4.5	4.4	4.4
M2	12.0	16.9	9.2	3.4	7.4	6.0	5.2	4.4	4.0	4.0	4.0
M3	13.8	18.0	14.5	3.7	5.3	5.3	4.8	4.2	3.9	3.8	3.8
Del cual: Depósitos en moneda extranjera	17.8	20.1	25.0	4.2	1.6	4.0	4.0	4.0	3.6	3.5	3.5
<b>Partidas informativas:</b>											
Razón depósitos en moneda extranjera/ M3 (porcentaje)	32.8	33.4	36.5	36.7	35.4	34.9	34.7	34.6	34.5	34.4	34.3
Razón depósitos en moneda extranjera/ depósitos totales del sector privado (porcentaje)	35.3	35.4	38.2	38.2	37.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1

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

1/ Incluye bancos, sociedades financieras y las 20 cooperativas más importantes.

2/ No incluye las LRM en poder del sector bancario.

**Cuadro 6. Paraguay: Balanza de pagos**

(Millones de dólares de EE.UU.)

	2012	2013	2014	2015	2016	Proyecciones					
						2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-501</b>	<b>478</b>	<b>-127</b>	<b>-287</b>	<b>460</b>	<b>359</b>	<b>43</b>	<b>31</b>	<b>172</b>	<b>157</b>	<b>206</b>
Balanza comercial	572	1,663	1,026	581	1,366	1,327	1,079	1,131	1,329	1,362	1,392
Exportaciones	11,654	13,605	13,105	10,898	11,155	11,764	12,342	13,010	13,711	14,313	14,940
<i>De las cuales:</i> Electricidad	2,232	2,237	2,180	2,036	2,132	2,111	2,151	2,183	2,261	2,295	2,330
<i>De las cuales:</i> Carne de vacuno	827	1,059	1,431	1,246	1,185	1,223	1,201	1,255	1,311	1,370	1,432
<i>De las cuales:</i> Soja	1,624	2,790	2,425	1,766	1,983	2,254	2,312	2,354	2,471	2,583	2,699
Importaciones	-11,083	-11,942	-12,079	-10,317	-9,789	-10,437	-11,263	-11,879	-12,382	-12,951	-13,548
<i>De las cuales:</i> Combustibles	-1,647	-1,735	-1,696	-906	-796	-1,069	-1,108	-1,131	-1,169	-1,223	-1,289
Servicios (netos)	-170	-219	-222	-244	-220	-280	-262	-249	-231	-212	-192
Transporte	-296	-276	-311	-341	-306	-346	-348	-352	-348	-344	-340
Viajes	58	30	33	37	26	12	22	30	35	41	47
Otros	68	27	56	60	59	55	64	73	82	91	101
Ingreso de factores	-1,661	-1,685	-1,537	-1,297	-1,461	-1,490	-1,584	-1,693	-1,789	-1,878	-1,903
Transferencias	759	720	606	672	776	801	811	842	863	885	908
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>922</b>	<b>90</b>	<b>1,616</b>	<b>-322</b>	<b>-54</b>	<b>626</b>	<b>72</b>	<b>153</b>	<b>295</b>	<b>375</b>	<b>521</b>
Transferencias de capital	51	61	141	154	163	164	175	185	196	208	220
Inversión directa	480	72	346	259	274	306	337	381	442	526	631
Inversión de cartera	500	500	1,300	280	500	500	0	0	0	0	0
<i>De la cual:</i> gobierno	0	500	1,000	280	500	500	0	0	0	0	0
Otra inversión	-108	-543	-171	-1,015	-991	-344	-439	-413	-342	-358	-330
<i>De la cual:</i> gobierno	-30	13	-11	123	277	216	176	177	204	205	206
<b>Errores y omisiones</b>	<b>-446</b>	<b>469</b>	<b>-358</b>	<b>-82</b>	<b>538</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Saldo global</b>	<b>-25</b>	<b>1,036</b>	<b>1,130</b>	<b>-691</b>	<b>943</b>	<b>985</b>	<b>116</b>	<b>183</b>	<b>468</b>	<b>532</b>	<b>727</b>
Reservas internacionales netas (aumento -)	25	-1,036	-1,131	691	-943	-985	-116	-183	-468	-531	-725
Reservas brutas	25	-1,036	-1,131	691	-943	-985	-116	-183	-468	-532	-727
Pasivos de reserva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Financiamiento excepcional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aplazamiento del pago de atrasos (+)/liquidación (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas informativas:</b>											
Cuenta corriente, porcentaje del PIB	-2.0	1.7	-0.4	-1.1	1.7	1.2	0.1	0.1	0.5	0.4	0.5
Reservas brutas (millones de dólares de EE.UU.)	4,994	5,871	6,891	6,200	7,143	8,128	8,244	8,427	8,895	9,427	10,154
En meses de importaciones de BSNF	4.6	5.3	7.2	6.8	7.4	7.8	7.6	7.4	7.5	7.5	7.5
Deuda pública externa, porcentaje del PIB 1/	10.8	11.6	14.0	18.0	19.3	20.8	20.2	19.7	19.3	18.7	18.1
Servicio de la deuda, porcentaje de export. de BSNF	11.2	9.0	9.7	11.4	11.7	11.4	11.1	10.9	10.4	10.4	10.5
Volumen de exportaciones (variación porcentual)	-9.9	23.3	1.0	-3.2	2.9	7.9	3.7	4.0	3.9	3.9	3.9
Volumen de importaciones (variación porcentual)	-9.5	9.3	7.6	-0.3	2.1	4.8	3.2	3.1	3.1	3.1	3.2
Terminos de intercambio (variación porcentual) 2/	-10.2	11.4	9.8	-4.9	3.5	-4.3	0.7	-0.1	-0.6	-1.0	-0.7

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

1/ Basado en la valoración del PIB al tipo de cambio promedio.

2/ Excluido el comercio exterior no registrado y las importaciones destinadas a reexportación.



**Cuadro 7. Paraguay: Indicadores de vulnerabilidad externa**

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Indicadores monetarios y financieros</b>					
Dinero en sentido amplio (M3), variación porcentual 1/	13.8	18.0	14.5	3.7	5.3
Crédito real al sector privado (variación porcentual) 1/	11.4	15.4	15.0	5.4	-2.6
Proporción de préstamos en mora en el total de préstamos (porcentaje)	2.1	2.0	1.8	2.5	2.8
Tasa de interés real promedio de los préstamos bancarios internos	13.0	16.2	15.4	16.1	13.4
Rendimiento real de las letras del Banco Central	1.8	3.1	0.9	2.9	2.0
Reservas internacionales (millones de dólares de EE.UU.)	4,983	5,859	6,898	5,945	6,867
Pasivos externos a corto plazo del Banco Central (millones de dólares de EE.UU.)	0.0	0.0	0.0	1.4	1.2
<b>Indicadores externos</b>					
Exportaciones de mercancías (variación porcentual)	-7.8	16.7	-3.7	-16.8	2.4
Importaciones de mercancías (variación porcentual)	-5.9	7.8	1.1	-14.6	-5.1
Términos de intercambio de mercancías (variación porcentual)	-10.2	11.4	9.8	-4.9	3.5
Tipo de cambio efectivo real (variación porcentual)	9.4	-3.1	8.5	-8.0	2.0
Saldo de la balanza en cuenta corriente (porcentaje del PIB)	-2.0	1.7	-0.4	-1.1	1.7
Cuenta de capital y financiera (porcentaje del PIB)	3.7	0.3	5.2	-1.2	-0.2
Inversión extranjera directa neta (porcentaje del PIB)	1.9	0.2	1.1	0.9	1.0
Otra inversión neta (porcentaje del PIB)	-0.4	-1.9	-0.6	-3.7	-3.6
Deuda externa pública (porcentaje del PIB) 2/	10.8	11.6	14.0	18.0	19.3
Deuda externa total (porcentaje del PIB)	65.5	54.5	53.5	59.5	58.7
Excluida la deuda de las empresas binacionales	21.3	18.9	22.0	26.1	27.8
Servicio de la deuda (porcentaje de exportaciones de BSNF)	11.2	9.0	9.7	11.4	11.7
Reservas internacionales (millones de dólares de EE.UU.)	4,983	5,859	6,898	5,946	6,868
En meses de importaciones de BSNF	4.6	5.3	7.2	6.8	7.4
Proporción de la deuda externa a corto plazo 3/	1.9	2.4	2.9	2.5	2.7
Proporción de los depósitos en moneda extranjera en bancos nacionales	1.3	1.3	1.3	4.2	4.3

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 de la deuda denominada en dólares de EE.UU. al tipo de cambio de fin de período.

3/ Deuda externa pública y privada con vencimiento residual de un año o menos.

**Cuadro 8. Perspectivas a mediano plazo**

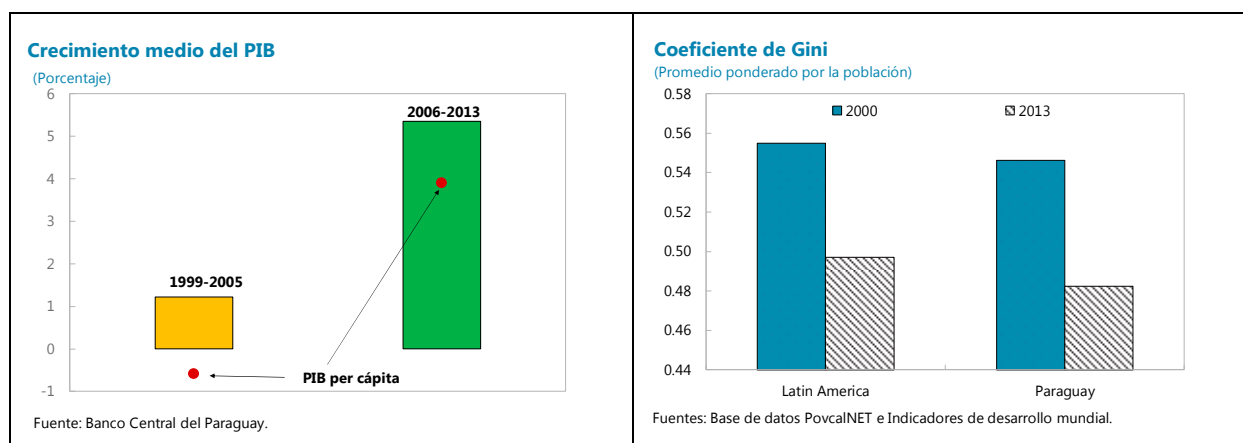
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2014	2015	2016	Proyecciones					
				2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Cuentas nacionales y precios</b>									
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	4.7	3.0	4.1	4.2	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
Inversión interna bruta	16.3	16.8	18.0	20.2	20.6	20.7	20.7	20.8	21.0
Ahorro interno bruto	15.9	15.8	19.7	21.4	20.7	20.8	21.2	21.3	21.5
Precios al consumidor (fin de período; porcentaje)	4.2	3.1	3.9	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>Finanzas públicas</b>									
Saldo primario del gobierno central	-0.7	-1.1	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4
Préstamo neto/endeudamiento neto del gobierno central	-1.1	-1.8	-1.4	-1.5	-1.5	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5
Deuda del gobierno central	16.2	19.7	21.0	21.7	21.5	21.4	21.5	21.5	21.6
Deuda del sector público	19.7	24.0	24.6	25.4	25.1	24.8	24.7	24.5	24.4
<b>Sector externo</b>									
Términos de intercambio (variación porcentual anual)	9.8	-4.9	3.5	-4.3	0.7	-0.1	-0.6	-1.0	-0.7
Cuenta corriente	-0.4	-1.1	1.7	1.2	0.1	0.1	0.5	0.4	0.5
Inversión extranjera directa	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6
Reservas internacionales brutas (miles de millones de USD)	6.9	6.2	7.1	8.1	8.2	8.4	8.9	9.4	10.2

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

## Anexo I. Shock de los precios de las materias primas y desigualdad del ingreso en Paraguay<sup>1</sup>

**La desigualdad se redujo significativamente en Paraguay en la década de 2000 durante el auge de los precios de las materias primas.** A mediados de la década, Paraguay registró un vigoroso desempeño, superior al de los países pares de la región, tanto en función del producto como del crecimiento del ingreso per cápita. Paralelamente, los indicadores de pobreza y desigualdad del ingreso de este período apuntan a una mejora, lo cual es un indicio de que el crecimiento contribuyó a igualar los ingresos (pese a que la desigualdad, según el coeficiente de Gini, se mantuvo elevada en 0,50). La disminución de la desigualdad durante los años 2000 se observó en muchos países de América Latina. En estos países, la desigualdad se redujo proporcionalmente más en los exportadores de materias primas. Durante este período, la mayor parte confrontó significativas variaciones de los precios de exportación de las materias primas, registrándose alzas de entre 40 por ciento y 50 por ciento, en promedio. En algunos países como Paraguay, los precios de los productos agropecuarios y de la ganadería aumentaron un 70 por ciento durante el período comprendido entre 2006 y 2013.



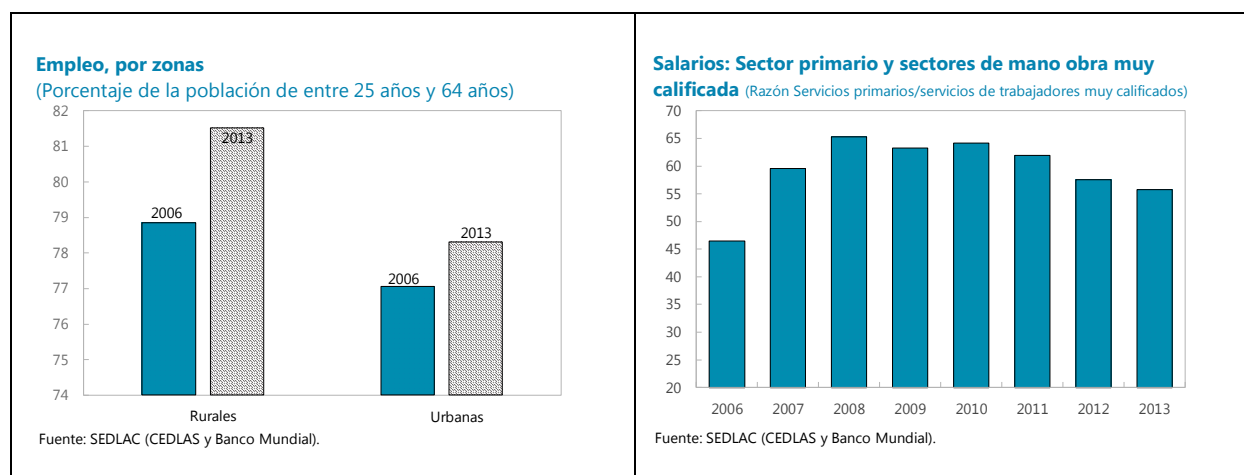
**¿Cómo redujo la desigualdad el auge de las materias primas?** Identificamos tres cauces principales que la mayor parte de los países latinoamericanos exportadores de materias primas tienen en común. El primer cauce trajo consigo una significativa reasignación de recursos e ingresos, de las zonas rurales hacia las urbanas y los sectores de uso relativamente más intensivo de mano de obra. El segundo cauce favoreció más a la mano de obra poco calificada que a trabajadores muy calificados. Por último, en algunos países, los mayores ingresos procedentes de las regalías en los sectores de materias primas se emplearon para respaldar a programas de transferencias de efectivo que permitieron reducir la pobreza.

**¿Qué señalan los datos?** Los datos de Paraguay indican que, durante el período comprendido entre 2006 y 2013, el empleo aumentó relativamente más en las zonas rurales, donde se destacan la actividad agropecuaria y la ganadería, y para la mano de obra poco calificada. Asimismo, los datos sobre salarios indican que los ingresos de los trabajadores menos calificados aumentaron

<sup>1</sup> Preparado por Marika Santoro (WHD) a partir de una labor analítica conjunta con Sandra Lizarazo, Angélica Martínez Leyva y Marina Mendes Tavares (todos del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación).

relativamente más. No obstante, durante este período, Paraguay fue objeto de otros cambios estructurales (y políticas) que podrían haber incidido en la distribución del ingreso. La proporción de la población que vive en zonas urbanas aumentó significativamente, en 2 puntos porcentuales, como resultado de tendencias de continua migración de las zonas rurales. Ello podría haber contribuido a igualar los ingresos de las zonas rurales con los de los centros urbanos. Asimismo, las calificaciones de la fuerza laboral aumentaron en forma exógena, lo cual redujo el valor de la prima de calificaciones.

**También es posible que incidieran las políticas de las autoridades.** En 2004, una reforma del IVA que amplió la base tributaria se hizo extensiva incluso a los bienes básicos (aunque a una tasa más baja) e incrementó el ingreso de los impuestos indirectos en 2 por ciento del PIB. Aunque los recursos de los programas de transferencias también se ampliaron, se mantuvieron en niveles relativamente bajos (en menos de  $\frac{1}{2}$  por ciento del PIB). El gobierno contrató a un número significativamente mayor de trabajadores cuyos salarios, con solo pocas excepciones, son más altos que los de otros sectores. Por último, a mediados de los años 2000, las autoridades incrementaron las transferencias en especie, como los servicios de atención de la salud, que registraron un aumento de dos puntos porcentuales del PIB durante el período comprendido entre 2006 y 2013.



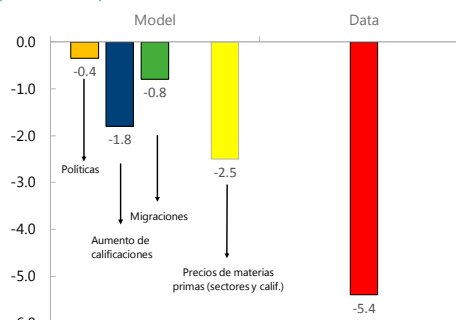
**Empleamos un modelo para analizar todos estos cambios<sup>2</sup>.** Con el objetivo de examinar el peso relativo de cada uno de estos cauces del auge de las materias primas y de otros shocks exógenos, utilizamos un modelo dinámico de equilibrio general basado en agentes y sectores heterogéneos. Dicho modelo capta tanto las diferencias de ingreso entre las zonas rurales, que subsisten principalmente de la agricultura, y de las zonas urbanas, en que destacan otros sectores como las manufactureras y los servicios. Los diferentes sectores también emplean trabajadores que tienen distintos niveles de calificación. Véase más información sobre el modelo en Balakrishnan et al.

<sup>2</sup> El personal técnico del FMI elaboró este modelo recientemente para analizar el efecto macroeconómico y redistributivo de los auges y caídas de los precios de las materias primas, así como de los cambios de la política económica en países que exportan dichos productos, y se utilizó anteriormente, en 2016, en las consultas del Artículo IV con Bolivia y con la República del Congo. Algunos de los resultados de este modelo se presentaron en el reciente trabajo del personal técnico, "Macro-Structural Policies and Income Inequality in Low-Income Developing Countries" (enero de 2017).

(2017)<sup>3</sup>. Simulamos el aumento de los precios de las materias primas agrícolas y de la ganadería en 2006–2013, así como las otras políticas y shocks exógenos.

**¿Qué concluimos?** Entre 2006 y 2013, una parte significativa de la reducción del coeficiente de Gini fue atribuible al impacto del alza de las materias primas (2,5 puntos básicos), a medida que aumentaron tanto los ingresos rurales como el número y las remuneraciones de la mano de obra poco calificada. La migración y el mayor nivel de calificaciones de la fuerza laboral contribuyeron a una reducción de la desigualdad. El aumento de los impuestos indirectos podría haber incrementado la desigualdad muy considerablemente (en tres puntos básicos de la escala de Gini). Sin embargo, dado que la mayor parte del sector rural informal no paga el IVA, este impacto fue significativamente atenuado. Aunque el aumento del gasto en atención de la salud tuvo el efecto de reducir la desigualdad, el impacto fue mitigado por el hecho de que los centros de atención de la salud siguen concentrándose en zonas urbanas<sup>4</sup>. Considerando todas las políticas en conjunto, el aumento del gasto en atención de la salud es la política que más incidió en el impacto negativo que la reforma del IVA tuvo sobre los indicadores de desigualdad del ingreso, con lo cual el impacto neto es una reducción del coeficiente de Gini de aproximadamente un cuarto punto básico.

**Variación del índice de Gini**  
(Puntos básicos)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>3</sup> Ravi Balakrishnan, Sandra Valentina Lizarazo, Adrian Peralta-Alva y Marina Mendes Tavares (2017), *Commodity Boom and Bust and Income Inequality*, Documento de trabajo del FMI, de próxima publicación.

<sup>4</sup> Por no disponer de datos sobre la distribución de la atención de la salud según las transferencias en especie, por percentiles de ingreso, cabe advertir que empleamos algunos supuestos. Supusimos que el aumento del gasto en atención de la salud que proporcionó el gobierno central (Ministerio de Salud) (la mayor parte del aumento, 1,7 por ciento del PIB) beneficia desproporcionadamente a las categorías de bajo ingreso, en tanto que el aumento observado en el *Instituto de Previsión Social* (0,3 por ciento del PIB) benefició a personas relativamente más favorecidas. La distribución geográfica de los centros de atención de la salud también afectó la distribución de la transferencia de las poblaciones urbanas hacia las rurales, ya que que dos tercios de los centros están ubicados en ciudades.

## Anexo II. Procesos presupuestarios en Paraguay: Una perspectiva comparativa<sup>1</sup>

**Durante el proceso presupuestario correspondiente a 2017, las tensiones entre las ramas de gobierno se intensificaron culminando con un veto presidencial sin precedentes.** En diciembre de 2016, el presidente declaró un veto del presupuesto que el Congreso había aprobado para el ejercicio 2017, a la luz de las modificaciones controversiales del Senado que incluyeron un aumento de los salarios del sector público (equivalente a un 0,2 por ciento del PIB), una menor emisión de bonos y la imposición de topes sobre los instrumentos que el Banco Central emplea en sus operaciones de mercado abierto y de gestión de la liquidez. Puesto que el Congreso no ha invalidado el veto presidencial, la ley del presupuesto del ejercicio 2016 sigue en vigor en 2017.

**En Paraguay, la autoridad legislativa del proceso anual de aprobación del presupuesto no parece estar sujeta a restricciones.** De conformidad con lo dispuesto en la Constitución, no se imponen límites sobre las potestades del Congreso que le autorizan a revisar los presupuestos que presente el poder ejecutivo. Por consiguiente, aunque tanto la Ley de Responsabilidad Financiera (LRF) como la Ley de Administración Financiera del Estado (LAFS) se promulgaron para limitar los recursos presupuestarios globales, desde el punto de vista jurídico, no parecen restringir su capacidad para hacerlo. La LAFS impone importantes restricciones al proceso de aprobación presupuestaria, en tanto que la LRF pretende impedir que el Congreso modifique las estimaciones presupuestarias, a menos que lo haga de conformidad con los principios presupuestarios que establece la LAFS. Si bien estas disposiciones proporcionan directrices útiles, hasta qué punto son vinculantes para el Congreso es dudoso más allá de los costos reputacionales que ello pudiera entrañar. En esencia, ni la LRF o la LAFS gozan constitucionalmente de mayor peso jurídico que la ley del presupuesto anual.

**En cambio, varias otras jurisdicciones limitan las potestades legislativas que permiten modificar el presupuesto.** La constitución peruana, por ejemplo, prohíbe al congreso incrementar el gasto público sin medidas compensatorias. La constitución española dispone que toda revisión presupuestaria que entrañe un aumento del gasto o una disminución de los ingresos presupuestarios debe ser aprobada por el ejecutivo antes de poder promulgarse. La constitución chilena limita las potestades del congreso que permiten modificar los proyectos de ley que se refieran al presupuesto, de modo que solo puede aceptar, reducir o rechazar los servicios, empleos, emolumentos, préstamos y gastos en prestaciones que proponga el presidente. De conformidad con la constitución polaca, las enmiendas que el poder legislativo realice al proyecto de presupuesto no pueden exceder del nivel del déficit que disponga el proyecto de ley de presupuesto que presente el ejecutivo. Ante la ausencia de restricciones constitucionales, algunas jurisdicciones han recurrido a medidas legislativas, pero no siempre resultan eficaces. En Brasil y Portugal, las normas de procedimiento a que debe atenderse el congreso si modifica el presupuesto presentado por el ejecutivo se enuncian en normas de nivel superior cuya revisión exige una súper mayoría de votos en el congreso.

**Con miras al futuro, las autoridades paraguayas deben considerar opciones para fortalecer el proceso presupuestario y mejorar la coordinación de las ramas de gobierno.** Una opción sería exigir que el poder ejecutivo y el Congreso concierten los agregados fiscales que conformarán el

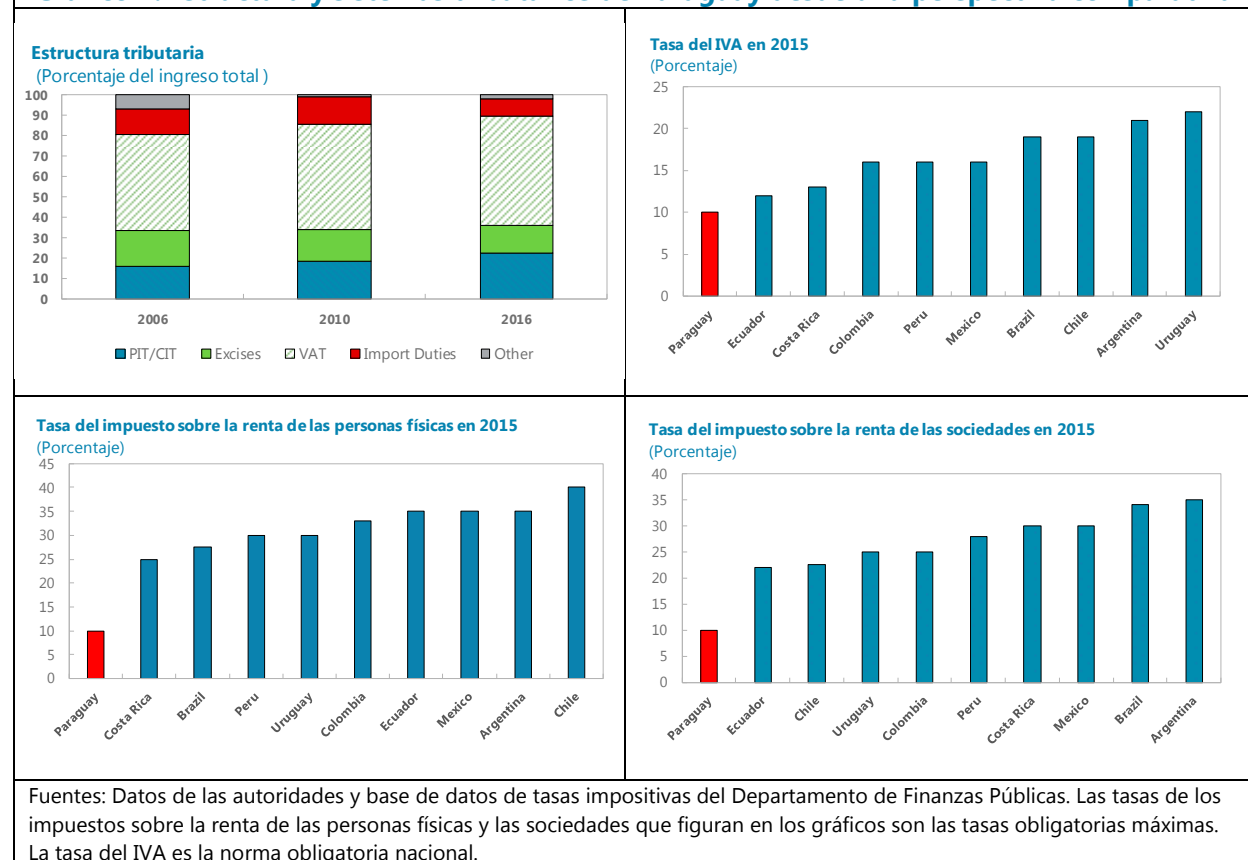
<sup>1</sup> Preparado por Elsie Addo Awadzi (LEG), Antonio David (WHD), Ana Obiang (LEG) y Karla Vásquez Suárez (LEG).

presupuesto en una audiencia estratégica celebrada antes de prepararse el presupuesto. Otra posibilidad sería adoptar un mecanismo de secuestro que desalentaría al Congreso de exceder de los recursos presupuestarios globales durante el proceso de aprobación presupuestaria. Desde los años noventa, Estados Unidos ha adoptado legislación como la ley de financiamiento mediante el sistema de reparto de 2010 (*Statutory Pay-As-You Go Act*) y el decreto de control presupuestario de 2011 (*Budget Control Act*), que imponen recortes automáticos en todos los rubros del gasto si el gasto discrecional que apruebe el Congreso incrementa el déficit federal más que un monto preestablecido. A nivel más general, podrían adoptarse normas de procedimiento que exijan la adopción de medidas de ingreso o gasto compensatorias cuando se propongan enmiendas al presupuesto. Las autoridades podrían considerar la posibilidad de plasmar un enfoque de ese tipo en disposiciones jurídicas apropiadas.

## Anexo III. La movilización del ingreso tributario en Paraguay<sup>1</sup>

**El sistema tributario paraguayo se caracteriza por tasas relativamente bajas y una fuerte dependencia de impuestos indirectos (gráfico 1).** Tras la reforma tributaria de 2014 (que se realizó a lo largo de varios años), las tasas del impuesto al valor agregado (IVA), el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPS) y el impuesto sobre la renta de las sociedades (IRS) se fijaron uniformemente en 10 por ciento. Estas tasas legales son bajas en comparación con otros países de la región. En 2016, casi las tres cuartas partes del ingreso era atribuible al IVA y los impuestos selectivos. No obstante, la proporción del impuesto sobre la renta en el ingreso tributario total ha aumentado en la última década, en parte como resultado de reformas tales como la adopción del impuesto sobre la renta de las personas físicas en 2012 y la creación, en 2014, de un tributo nuevo sobre la renta del sector agrícola.

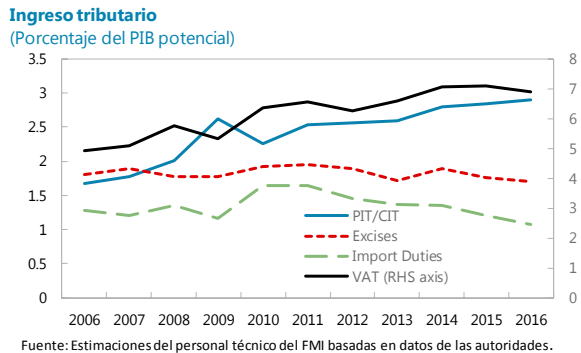
**Gráfico 1. Estructura y sistemas tributarios de Paraguay desde una perspectiva comparativa**



<sup>1</sup> Preparado por Antonio David (Departamento del Hemisferio Occidental), Azael Pérez (Departamento de Finanzas Públicas) y Enrique Rojas (Departamento de Finanzas Públicas).

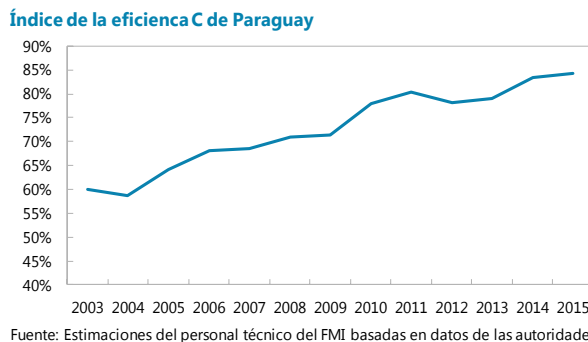


**La presión tributaria ha aumentado, en parte debido a mejoras en la administración tributaria.** A lo largo de la última década la relación ingreso tributario total/PIB tendencial aumentó casi 3 puntos porcentuales del PIB. Cabe señalar que este aumento del ingreso fue impulsado por la recaudación del IVA y los impuestos sobre la renta.



**La capacidad institucional de la Subsecretaría de Estado de Tributación (la autoridad tributaria de país) se ha fortalecido en varias dimensiones.** La SET ha logrado avances significativos en su capacidad de planificación y procesos de seguimiento, así como en el establecimiento de servicios electrónicos (por ejemplo, de registro de los contribuyentes por Internet, notificación electrónica y captura electrónica de datos). Asimismo, la SET ha reforzado sus procesos de supervisión del cumplimiento y la aplicación de la ley mediante la creación de una estrategia de control de los contribuyentes de tamaño mediano, la puesta en práctica de la captura de datos biométricos y a través de mejoras en la recaudación de atrasos administrativos.

**Estos esfuerzos se han traducido en mejoras de varios indicadores.** El registro de contribuyentes aumentó de 581.639 en 2013 a 684.048 en 2015. Durante este período el número de auditorías fiscales aumentó 66 por ciento y el número de ajustes tributarios aumentó 224 por ciento. La tasa de declaración por Internet pasó de casi 48 por ciento en 2013 a más de 92 por ciento en 2015. Según estimaciones de las autoridades, la brecha del IVA (es decir, la diferencia entre la recaudación potencial y efectiva del IVA) disminuyó de casi 55 por ciento en 2005 a menos de 31 por ciento en 2014. Por último, el índice de eficiencia C, un indicador sencillo de la eficiencia con que se recauda el IVA basado en datos de cuentas nacionales, también apunta a mejoras significativas desde 2003.



**Los avances en la modernización de la administración aduanera han sido más desiguales.** La Dirección Nacional de Aduanas (DNA) sigue careciendo de una estructura orgánica clara y eficaz, y de un marco moderno de rendición de cuentas. Asimismo, convendría que la DNA adoptara un enfoque basado en la gestión del riesgo que incluya, como parte de una estrategia integral, medidas preventivas y controles posteriores al despacho de aduanas. La proporción de inspecciones físicas sigue siendo alta y con frecuencia son de carácter discrecional. La DNA también podría aprovechar mejor los datos que generan sus sistemas actuales de análisis del riesgo.

**Una serie de restricciones institucionales y jurídicas imponen barreras que limitan la eficiencia.** La SET no cuenta con suficiente personal; la relación población económicamente activa/personal es 40 por ciento más alta en Paraguay que en los otros países de la región. Además, los mecanismos vigentes para controlar la corrupción y el deficiente desempeño del personal son ineficaces. Asimismo, velar por la recaudación de los atrasos en los pagos no forma parte de las atribuciones de la SET. También hay aspectos jurídicos que impiden llevar a cabo un control y velar por el

cumplimiento de la ley en forma más riguroso. En comparación con las pautas internacionales, los procedimientos para sancionar la evasión tributaria son poco eficaces. Asimismo, hay margen para mejorar la coordinación interinstitucional entre la SET y la DNA en los ámbitos de intercambio de información, subvaloración de bienes e impago de impuestos selectivos.

**Con miras al futuro, la adopción de un plan integral para luchar contra la evasión tributaria, conjugada con medidas para ampliar la base tributaria, podría contribuir a incrementar la movilización del ingreso.** Un plan de este tipo exigiría aumentos sustanciales del número de funcionarios y de los recursos tecnológicos de la SET. El otro pilar de este plan sería diseñar para el personal un sistema de incentivos basado en los resultados. El tercer pilar sería promulgar leyes que fortalezcan las facultades coercitivas de la SET (auditorías, atrasos, multas, etc.). Ello entrañaría algunas modificaciones de la legislación vigente. Las autoridades también podrían considerar otras medidas para ampliar la base tributaria. Reducir las altas deducciones del impuesto sobre la renta de las personas físicas y las numerosas exenciones del IVA, así como la gradual eliminación del pago del IVA como crédito contra el pago del impuesto sobre la renta de las personas físicas son ejemplos puntuales de las medidas que podrían adoptarse.

## Anexo IV. Puesta en práctica de recomendaciones anteriores del FMI en materia de políticas

Las autoridades han adoptado muchas de las recomendaciones de política de la consulta del Artículo IV correspondiente a 2016.

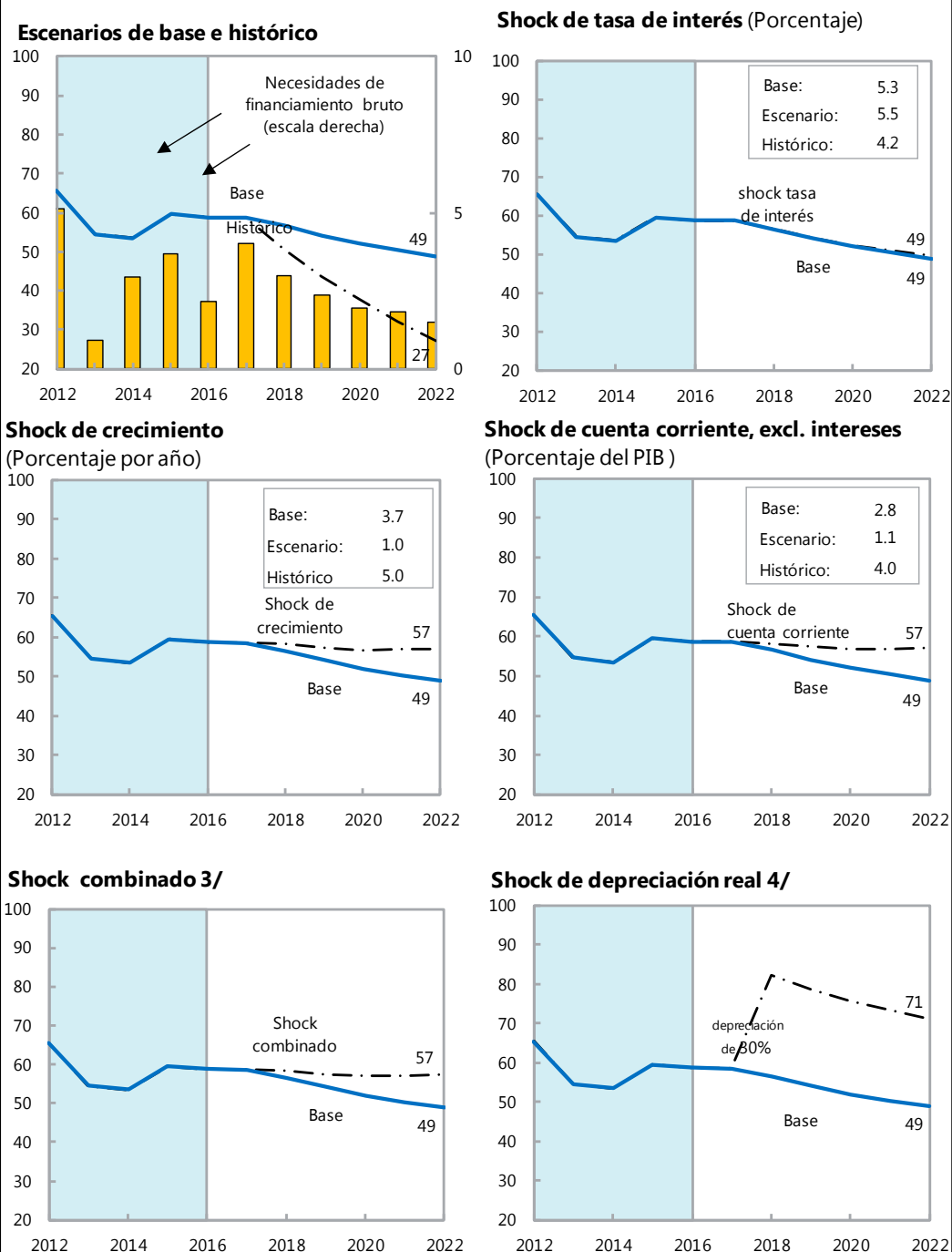
- Los directores hicieron hincapié en la necesidad de seguir desplegando esfuerzos para movilizar el ingreso y contener el gasto corriente y, simultáneamente, crear margen para el gasto de capital, sobre todo en infraestructura. Asimismo, los directores sugirieron que las autoridades sigan estableciendo un historial de cumplimiento con la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) antes de modificar el marco fiscal. *En 2016, los resultados fiscales se ajustaron a todos los topes de la LRF y su composición presenta una tendencia hacia gastos de capital. El gasto primario corriente, sobre todo en remuneraciones, se contrajo en valores reales. Las propuestas para modificar la LRF siguen siendo de carácter provisional y se prevé que el próximo gobierno las pondrá en marcha.*
- Con respecto a la política monetaria y cambiaria, los directores sostuvieron que limitar las intervenciones discrecionales en el mercado de divisas a circunstancias extraordinarias, en que se observan conmociones en las condiciones de mercado, reforzaría el régimen de fijación de metas de inflación. Los directores también recomendaron reformas para mejorar la gestión de la liquidez. *El BCP sigue limitando sus intervenciones discrecionales a circunstancias excepcionales. Además, el Banco Central incrementó la emisión de instrumentos de regulación monetaria a fin de mitigar el exceso de liquidez en el mercado interbancario.*
- En cuanto a la política del sector financiero, los directores expresaron su satisfacción por los avances en la adopción de una supervisión basada en el riesgo y alentaron a las autoridades a seguir ampliando su capacidad analítica y de seguimiento, y de reforzar los mecanismos institucionales que permiten ejercer esas funciones. *Las autoridades ratificaron una nueva ley bancaria en diciembre de 2016. Dicha ley otorga facultades adicionales al BCP y facilita el nuevo marco revisado de reglamentación. A medida que la ley se lleve a la práctica, el BCP también deberá recibir facultades adicionales para aplicar medidas macroprudenciales a fin de administrar más eficazmente los futuros ciclos crediticios. El BCP sigue recibiendo asistencia técnica del FMI para poder llevar a cabo una supervisión basada en el riesgo.*
- Los directores encomiaron a las autoridades por los avances en la implementación del programa de reformas estructurales que contempla el plan de desarrollo nacional, y subrayaron que la infraestructura sigue siendo una prioridad central, especialmente mejoras en el transporte y la distribución de electricidad. *Además de acelerar la ejecución de la inversión pública en el transporte y la distribución de electricidad, las autoridades han conseguido importantes avances en la gestión de la inversión pública. El Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP) ha ejercido una función central para alinear las prioridades de inversión con el Plan Nacional de Desarrollo. Las autoridades han creado un "mapa de inversiones" para fortalecer el seguimiento de proyectos por parte de funcionarios públicos, pero también por parte de la sociedad civil.*

Las autoridades han, además, mantenido su compromiso de transparencia en las deliberaciones con el personal técnico del FMI y, en tal sentido, otorgaron su consentimiento a que se publicara la declaración final de la misión.

	Paraguay	Evaluación global
<b>Posición de activos y pasivos externos</b>	<p><b>Antecedentes.</b> La posición de inversión internacional neta (PIIN) de Paraguay ha rondado en torno a 40 por ciento del PIB en los últimos 5 años. La posición de inversión extranjera directa (IED) negativa refleja importantes entradas de capital en el sector agrícola y en los negocios relacionados con la maquila. Más recientemente, el sector de la construcción también ha sido otro receptor de IED. Paraguay también mantiene una posición de activos netos negativa relacionada con los préstamos vinculados principalmente a grandes proyectos financiados por multinacionales y más recientemente a la emisión de bonos por el gobierno en los mercados internacionales.</p> <p><b>Evaluación.</b> La deuda externa bruta se ha mantenido bastante estable en los últimos dos años (en alrededor de 59 por ciento del PIB), como consecuencia de dos fuerzas compensatorias: la disminución de la deuda de la empresa hidroeléctrica binacional (ITaipu) y el aumento de los pasivos producto de la obtención de préstamos multilaterales y la emisión de bonos. En adelante, se prevé que la deuda disminuya a medida que el componente binacional siga reduciéndose y la posición externa se mantenga sostenible frente a una serie de shocks adversos (gráfico AII.1 y cuadro AII.1).</p>	<p><i>La posición externa se fortaleció y se sitúa en niveles que parecen ser más sólidos que los niveles a que apuntan los fundamentos económicos. El tipo de cambio está ligeramente subvalorado. La posición de deuda externa no plantea inquietudes con respecto a su sostenibilidad.</i></p>
<b>Cuenta corriente</b>	<p><b>Antecedentes.</b> En los últimos de 20 años la cuenta corriente de Paraguay ha registrado un superávit promedio del 0,7 por ciento del PIB. En los últimos dos años, el saldo se ha vuelto negativo, principalmente debido a los bajos precios de las materias primas agrícolas. Se proyecta que la cuenta corriente volverá a arrojar un saldo positivo a mediano plazo, a medida que repunten los precios de las materias primas (especialmente de la soya) en 2017 y los precios de importación de combustibles aumenten solo ligeramente. Si bien el ahorro nacional ha permanecido relativamente estable como porcentaje del PIB, la inversión se ha reducido en los últimos 2 años, como consecuencia de las débiles perspectivas en los sectores de producción de materias primas.</p> <p><b>Evaluación.</b> Se estima que la cuenta corriente se situó en 1,7 por ciento del PIB en 2016, ya que las exportaciones agropecuarias aumentaron gracias a los shocks positivos de que fueron objeto los cultivos y los precios de los combustibles se mantuvieron bajos. Las exportaciones de electricidad también alcanzaron niveles extraordinarios, debido a una generación eléctrica temporal sin precedentes. Excluidas esas ventas, el saldo en cuenta corriente equivaldría a ligeramente más de ½ por ciento del PIB. El país fue objeto de un ajuste significativo en 2015, congruente con el deterioro de los fundamentos económicos externos. Se proyecta que este año el saldo de la cuenta corriente se contraerá a 1,2 por ciento del PIB, ya que un fuerte repunte de la inversión en las importaciones agropecuarias atribuible al sector de la construcción contrarrestó parcialmente el muy vigoroso aumento de las exportaciones y reexportaciones. A mediano plazo, se prevé que el saldo en cuenta corriente se acerque a 1 por ciento del PIB, nivel congruente con el promedio histórico.</p>	
<b>Tipo de cambio real y competitividad</b>	<p><b>Antecedentes.</b> El tipo de cambio efectivo real (TCER) de Paraguay presenta una elevada correlación con los precios de las materias primas. En un contexto de precios más bajos de las materias primas de exportación y el consiguiente shock negativo de los términos de intercambio, el tipo de cambio efectivo real se depreció 2 por ciento durante 2015 y 1 por ciento en 2016 debido principalmente a una depreciación nominal. La inflación se ha mantenido bajo control ya que los precios de importación se mantuvieron bajos y el nivel de actividad en la economía interna se redujo.</p> <p><b>Evaluación.</b> La metodología EBA apunta a una leve subvaloración del TCER que también es congruente con una acumulación de reservas. En general, aunque el personal técnico prevé que el tipo de cambio varíe de acuerdo con los fundamentos económicos, es probable que el ajuste hacia precios de materias primas permanentemente más bajos aún no haya concluido.</p>	
<b>Cuentas de capital y nivel de financiera</b>	<p><b>Antecedentes.</b> El déficit de la cuenta de capital se financia mediante inversión extranjera directa (IED) y préstamos externos, y un organismo multilateral desempeña un papel importante (préstamo del BID por USD 200 millones en diciembre de 2016). Recientemente, el gobierno ha acudido con más frecuencia a los mercados internacionales con una colocación de bonos en 2016 y otra este año por USD 600 millones.</p> <p><b>Evaluación.</b> Las cuentas financiera y de capital de Paraguay se mantienen totalmente abiertas pero los mercados financieros aún no son profundos ni están muy desarrollados. A pesar de las condiciones adversas en la región, Paraguay disfruta de un flujo de inversión extranjera directa estable. En 2016 las remesas también aumentaron muy rápidamente a una tasa de aproximadamente 20 por ciento, el mayor aumento de los últimos cinco años. Las vulnerabilidades resultantes de las vinculaciones con los mercados financieros internacionales en la región son muy limitadas, y las tenencias de activos externos se mantienen por debajo del 1 por ciento de los activos totales del sistema financiero.</p>	
<b>Intervención cambiaria y nivel de reservas</b>	<p><b>Antecedentes.</b> Las extraordinarias ventas de dólares por parte de entidades binacionales el año pasado fueron una de las principales causas de la acumulación de reservas en el BCP. La venta preanunciada de parte de estas reservas no tuvo lugar conforme a lo anunciado y, en consecuencia, el BCP acumuló reservas por un valor de más de USD 900 millones.</p> <p><b>Evaluación.</b> Las reservas siguen siendo abundantes (equivalen a 7 meses de importaciones) y se sitúan en un nivel superior a los indicadores del FMI en el caso de una economía pequeña y abierta. El tipo de cambio flexible es la primera línea de defensa frente a los shocks externos. El personal técnico del FMI recomienda seguir utilizando un enfoque basado en reglas para las ventas regulares de dólares y limitar las intervenciones discrecionales a situaciones excepcionales en que las condiciones de mercado son anormales.</p>	

permanecen en los niveles del último año de proyección.

**Gráfico 1. Paraguay: Análisis de sostenibilidad de la deuda pública: Pruebas de tensión 1/ 2/**



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

1/ Las áreas sombreadas representan datos observados. Los choques individuales son choques 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, las medias históricas se calculan para el período de 10 años, y la información se usa para proyectar la dinámica de la deuda a cinco años.

3/ Choques 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 ciento por una sola vez ocurre en 2010.

## Anexo VI. Análisis de sostenibilidad de la deuda pública

**Cuadro 1. Paraguay: Análisis de sostenibilidad de la deuda pública: Escenario base**

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

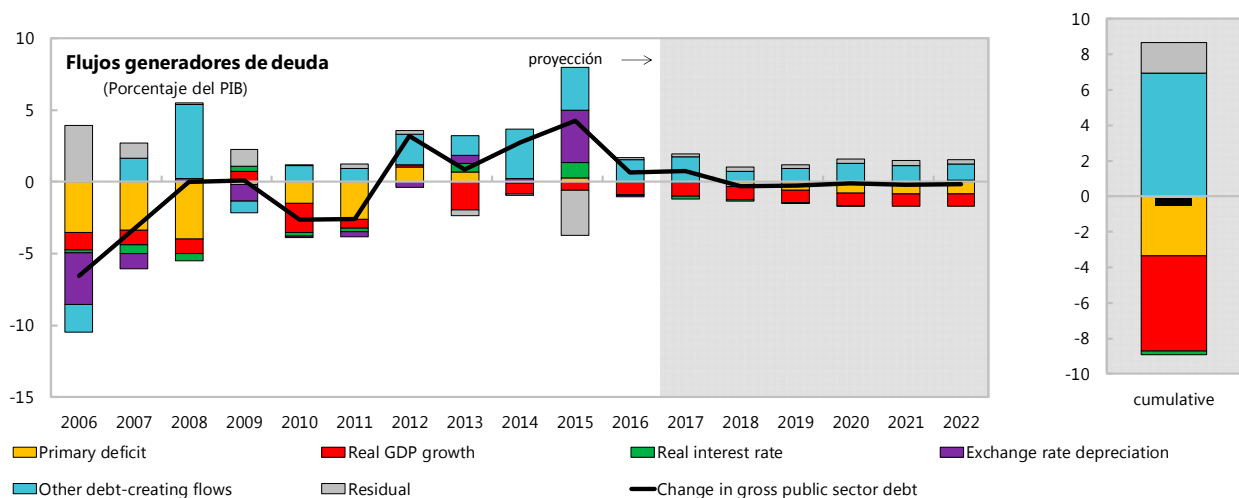
### Deuda, indicadores económicos y de mercado <sup>1/</sup>

	Observados			Proyecciones					
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda pública bruta nominal	17.5	24.0	24.6	25.4	25.1	24.8	24.7	24.5	24.4
Necesidades brutas de financiamiento público	0.9	2.3	2.5	1.9	1.4	1.1	0.9	1.0	1.2
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	5.3	3.0	4.1	4.2	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
Inflación (deflactor del PIB, porcentaje)	5.6	0.1	5.3	4.0	3.6	3.4	3.8	4.0	3.9
Crecimiento del PIB nominal (porcentaje)	11.2	3.1	9.6	8.4	7.7	7.3	7.7	7.9	7.9
Tasa de interés efectiva (porcentaje) <sup>2/</sup>	5.4	5.6	5.3	3.3	3.3	3.5	3.8	4.2	4.5

Al 15 de junio de 2017		
Diferenciales soberanos		
EMBIG (pb)		218
CDs a 5 años (pb)		
Calif.	Externa	Local
Moody's	Ba1	Ba1
S&Ps	BB	BB
Fitch	BB	BB

### Contribución a variaciones de la deuda pública

	Observada			Proyecciones						acumulado	Saldo primario que estabiliza la deuda <sup>8/</sup>
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
Variación de deuda bruta del sector público	-0.9	4.2	0.6	0.8	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	
Flujos generadores de deuda identificados	-1.6	7.4	0.5	0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-2.0	
Déficit primario	-1.5	0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.6	-0.8	-0.8	-0.8	-3.3	
Ingresos y donaciones primarias (excl. intereses)	21.7	24.0	23.7	23.6	23.7	23.9	24.0	24.0	24.0	143.2	
Gasto primario (excl. intereses)	20.2	24.3	23.7	23.6	23.4	23.3	23.2	23.2	23.2	139.9	
Dinámica automática de la deuda <sup>3/</sup>	-1.6	4.2	-1.1	-1.2	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-5.6	
Diferencial tasa de interés/crecimiento <sup>4/</sup>	-0.9	0.5	-0.9	-1.2	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-5.6	
del cual: tasa de interés real	-0.1	1.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2	
del cual: crecimiento del PIB real	-0.8	-0.6	-0.9	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-5.4	
Depreciación del tipo de cambio <sup>5/</sup>	-0.6	3.7	-0.1	...	...	...	...	...	...	...	
Otros flujos generadores de deuda identificados	1.4	3.0	1.5	1.8	0.7	0.9	1.3	1.1	1.1	6.9	
Acumulación de activos SPNF <sup>6/</sup>	1.4	3.0	1.5	1.8	0.7	0.9	1.3	1.1	1.1	6.9	
Residuo <sup>7/</sup>	0.7	-3.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.7	



Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

1/ Sector público se define como sector público consolidado. Comprende el sector público no financiero y el banco central. El saldo de deuda pública excluye las cuentas del banco central

2/ Definida como pagos de intereses divididos por el saldo de la deuda (excluidas garantías) al final del año previo.

3/ Derivada como  $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r)] / (1+g+\pi+gn)$  multiplicado por coef. deuda de período previo, con  $r$  = tasa de interés;  $\pi$  = tasa crec. de deflactor del PIB;  $g$  = tasa crec. del PIB real;  $a$  = proporción de deuda denominada en moneda extranjera; y  $e$  = depreciación del tipo de cambio nominal (medida como aumento del valor del dólar de EE.UU. en moneda local).

4/ La contribución de la tasa de interés real se deriva del numerador de la nota 3 como  $r - \pi(1+g)$  y la contribución del crecimiento real como  $-g$ .

5/ La contribución del tipo de cambio se deriva del numerador en la nota 3 como  $ae(1+r)$ .

6/ Incluye superávit de seguridad social, acumulación de depósitos de la emisión de bonos soberanos en 2014 y financiamiento del banco nacional de fomento.

7/ Incluye variaciones de los activos e ingresos por intereses (si los hay). En el caso de las proyecciones, incluye los efectos de variaciones del tipo de cambio.

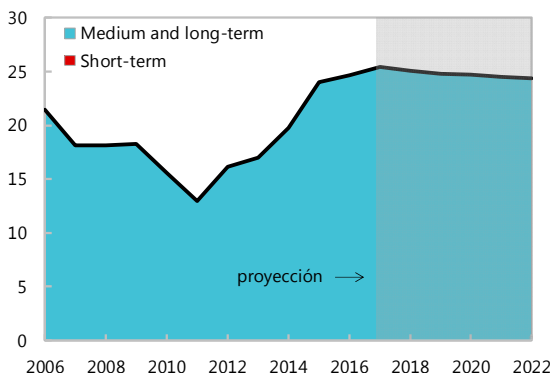
8/ Supone que las variables clave (crecimiento del PIB real, tasa de interés real y otros flujos generadores de deuda identificados) permanecen en el nivel del último año de la proyección.

## Cuadro 2. Paraguay: Análisis de sostenibilidad de la deuda pública: Composición de la deuda pública y escenarios alternativos

### Composición de la deuda pública

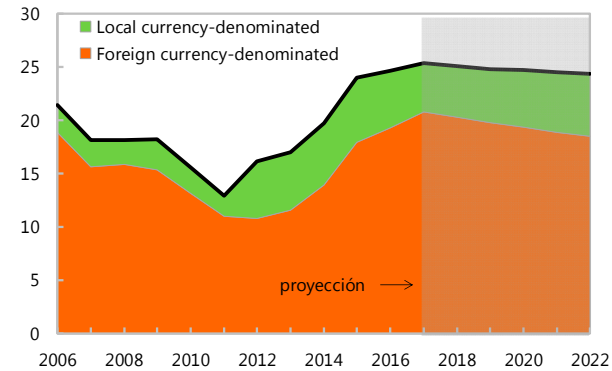
#### Por vencimiento

(Porcentaje del PIB)



#### Por moneda

(Porcentaje del PIB)



### Escenarios alternativos

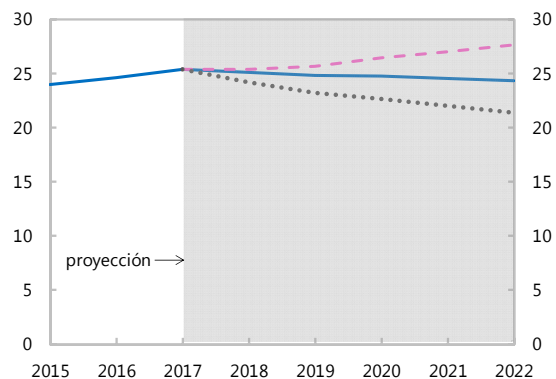
— Base

..... Histórico

- - - Saldo primario constante

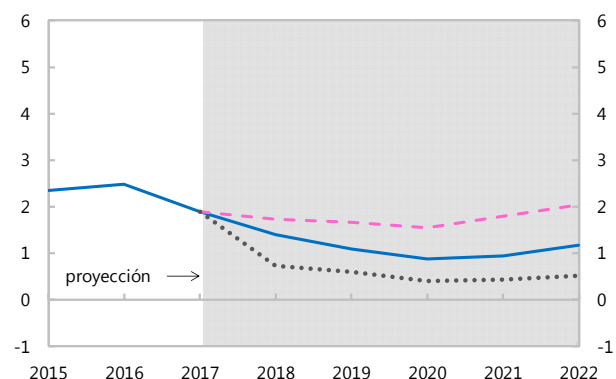
#### Deuda pública bruta nominal

(Porcentaje del PIB)



#### Necesidades brutas de financiamiento público

(Porcentaje del PIB)



### Supuestos subyacentes

(Porcentaje)

Escenario de base	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Escenario histórico	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento del PIB real	4.2	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	Crecimiento del PIB real	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Inflación	4.0	3.6	3.4	3.8	4.0	3.9	Inflación	4.0	3.6	3.4	3.8	4.0	3.9
Saldo primario	0.0	0.3	0.6	0.8	0.8	0.8	Saldo primario	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Tasa de interés efectiva	3.3	3.3	3.5	3.8	4.2	4.5	Tasa de interés efectiva	3.3	3.3	3.4	3.7	4.1	4.3
<b>Escenario de saldo primario constante</b>													
Crecimiento del PIB real	4.2	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8							
Inflación	4.0	3.6	3.4	3.8	4.0	3.9							
Saldo primario	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
Tasa de interés efectiva	3.3	3.3	3.5	3.9	4.4	4.7							

Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.