



## Paraguay

August 17, 2011

### INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2011

En virtud del artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, el FMI mantiene discusiones bilaterales con sus miembros, usualmente cada año. En el contexto de la consulta del Artículo IV de 2011 con Paraguay, los siguientes documentos han sido publicados:

- **Informe del personal técnico**, preparado por un equipo de funcionarios del FMI tras las conversaciones con funcionarios de Paraguay sobre la evolución de la economía y de las políticas económicas, que culminaron el 14 de junio de 2011. Basado en la información disponible al momento de estas discusiones, el informe se finalizó el 15 de julio de 2011. Las opiniones expresadas en el informe son las del personal técnico y no reflejan necesariamente las opiniones del Directorio Ejecutivo del FMI.
- **Nota de información al público**, que resume las opiniones del Directorio Ejecutivo, expresadas el 29 de julio tras la conclusión de la consulta del Artículo IV.

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

#### Temas Seleccionados

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

Copias de estos informes están disponibles para el público en

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

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

Precio: \$18.00 por copia



## PARAGUAY

### INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2011

15 de julio de 2011

#### TEMAS PRINCIPALES

**Contexto.** Se proyecta que la economía seguirá creciendo por encima de su potencial en 2011, en un momento en que ya han surgido presiones de sobrecalentamiento. Condiciones de estímulo macroeconómico contribuirán a que la inflación se sitúe en un nivel cercano al 10 por ciento este año y a que aumente el déficit de la cuenta corriente externa. Si bien el sistema bancario se mantiene sólido, los riesgos se están intensificando, principalmente debido a un crecimiento muy rápido del crédito (40 por ciento), en particular del crédito en moneda extranjera (58 por ciento). Las políticas económicas deben orientarse a reducir las presiones de sobrecalentamiento y a proteger la estabilidad del sector financiero.

**Política monetaria.** Dado el estímulo que proporcionan las actuales condiciones monetarias, es necesario mantener una política restrictiva. Entre las opciones se debería incluir un aumento de los encajes legales, especialmente para responder a una expansión muy rápida del crédito en moneda extranjera. El mantenimiento de la flexibilidad del tipo de cambio también ayudaría a reducir las presiones inflacionarias.

**Política fiscal.** La política fiscal está proporcionando un estímulo adicional a la actividad económica y debería adoptar una posición al menos neutral. Es importante contener el aumento del gasto corriente y ahorrar todo excedente de ingresos fiscales. También es necesario oponer resistencia a las presiones para flexibilizar aún más la política fiscal en el período previo a las elecciones de 2013.

**Políticas macroprudenciales y del sector financiero.** Las medidas macroprudenciales contribuirían a hacer frente a los riesgos del sector financiero, a la vez que ayudarían a limitar el crecimiento del crédito. Un nivel más alto de provisiones específicas y límites más estrictos para la relación préstamo-ingresos contribuirían a hacer frente al altísimo crecimiento del crédito de consumo y a los descalces de monedas. También es importante seguir avanzando los esfuerzos encaminados a fortalecer la regulación y la supervisión de las cooperativas, y abordar las restricciones jurídicas que limitan la eficacia de una supervisión para bancos basada en riesgos.

**Marco de política monetaria.** La recapitalización del Banco Central (BCP) es crucial para ampliar el margen de maniobra de la política monetaria. La decisión reciente de adoptar un régimen de metas de inflación hace necesario redoblar esfuerzos para definir con mayor claridad el marco operativo del BCP, entre otras formas limitando la intervención cambiaria y enviando así una señal más clara de que la inflación es su principal objetivo.

Aprobado por  
**David Vegara y**  
**Dominique Desruelle**

Las conversaciones tuvieron lugar en Asunción del 1 al 14 de junio. El equipo estuvo integrado por los siguientes funcionarios: L. Abrego (jefe), N. Magud, H. Zavarce, T. Roy, Representante Residente (todos del Departamento del Hemisferio Occidental), y V. Tulin (del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital). El Sr. Maciel (de la Oficina de los Directores Ejecutivos) participó en las reuniones.

## Índice

<b>I. ANTECEDENTES</b>	<b>4</b>
<b>II. PERSPECTIVAS Y RIESGOS MACROECONÓMICOS</b>	<b>6</b>
<b>III. DIÁLOGO DE POLÍTICA ECONÓMICA</b>	<b>9</b>
A. Políticas macroeconómicas y del sector financiero en el corto plazo	9
B. Marco de política monetaria y tipo de cambio	13
C. Cuestiones estructurales del sector financiero	14
D. Cuestiones fiscales estructurales	15
E. Empleo y pobreza	17
<b>IV. EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO</b>	<b>17</b>

### RECUADROS

1. Medición de la posición fiscal en Paraguay	21
2. Paraguay: Uso de instrumentos macroprudenciales	22
3. Paraguay: Recapitalización del Banco Central	23
4. Evaluación del tipo de cambio	24
5. Programa de evaluación del sector financiero: Principales recomendaciones	25

### GRÁFICOS

1. Evolución del sector real	26
2. Evolución de la balanza de pagos	27
3. Evolución monetaria	28
4. Evolución fiscal	29
5. Indicadores del sistema bancario desde una perspectiva internacional	30
A.1 Sostenibilidad de la deuda pública: Pruebas consolidadas	39
A.2 Sostenibilidad de la deuda externa: Pruebas consolidadas	41

**CUADROS**

1. Indicadores económicos seleccionados _____	31
2. Operaciones del gobierno central _____	32
3. Operaciones del sector público consolidado _____	33
4. Resumen de las cuentas del Banco Central _____	34
5. Resumen de las cuentas del sistema bancario _____	35
6. Balanza de pagos _____	36
7. Indicadores de vulnerabilidad externa _____	37
8. Indicadores de solidez financiera del sector bancario 2006-10 _____	38
A.1 Marco de sostenibilidad de la deuda del sector público, 2007-16 _____	40
A.2 Marco de sostenibilidad de la deuda externa, 2007-16 _____	42

## I. ANTECEDENTES

### 1. ***Paraguay sobrellevó bien la crisis económica mundial, con el apoyo de medidas de política económica apropiadas.***

Las autoridades respondieron a la crisis con políticas fiscales y monetarias anticíclicas, a la vez que reforzaron la supervisión del sector financiero. El producto se contrajo 3,8 por ciento en 2009, aunque esto obedeció principalmente a los efectos de una grave sequía que afectó al sector agrícola. El coeficiente de endeudamiento público relativamente bajo del país no cambió en términos generales, dado que las cuentas fiscales aún registraron un pequeño superávit; el ajuste externo se llevó a cabo de manera fluida, apoyado por un régimen cambiario flexible; y el sistema financiero mantuvo su solidez, con niveles de capitalización adecuados y una baja tasa de préstamos en mora.

2. ***El crecimiento económico registró un fuerte repunte en 2010, y la economía ha comenzado a mostrar signos de sobrecalentamiento*** (gráfico 1). El PIB real creció 15 por ciento, impulsado por una cosecha récord, un vigoroso estímulo monetario y un fuerte crecimiento del crédito, y por un entorno externo favorable. El sector no agrícola registró una expansión del 8,5 por ciento, en tanto que la demanda interna creció 17 por ciento. Se estima que para mediados de 2010 la brecha del producto del sector no agrícola se había cerrado, y al

final de año se situaba en 1,7 por ciento. La inflación aumentó del 2 por ciento en 2009 al 8,7 por ciento en junio de 2011, lo cual refleja el fuerte crecimiento de la demanda interna y el aumento del precio de las materias primas. La inflación subyacente, según la medición de las autoridades (es decir, excluyendo los alimentos que presentan una mayor volatilidad de precios), ha registrado un aumento similar y se situaba en el 9,6 por ciento en junio.

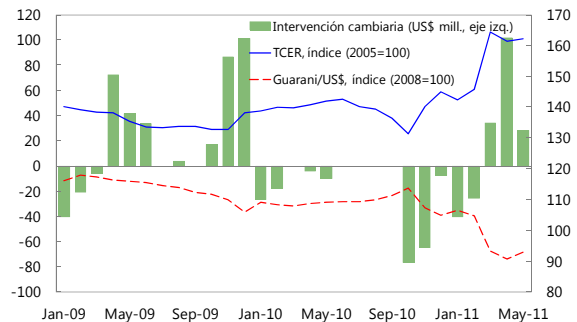
3. ***Pese a que los términos de intercambio han sido muy favorables, la cuenta corriente externa se debilitó en 2010, debido principalmente al rápido crecimiento de la demanda interna*** (gráfico 2). El déficit en cuenta corriente aumentó al 2,8 por ciento del PIB (de a un nivel cercano al equilibrio en 2009), como consecuencia de un crecimiento muy rápido de las importaciones y una caída de las remesas. Sin embargo, ante la fuerte entrada de capitales privados (sobre todo inversión extranjera directa, IED), el Banco Central (BCP) siguió acumulando reservas internacionales, las cuales aumentaron hasta alcanzar un total de US\$4.200 millones (23 por ciento del PIB) al final de 2010. El tipo de cambio efectivo real se apreció ligeramente durante el año, impulsado por el fortalecimiento del guaraní frente al dólar de EE.UU.

4. **En un contexto de aumento de la inflación y rápido crecimiento del crédito, el BCP comenzó a adoptar una política monetaria más restrictiva a mediados de 2010** (gráfico 3). El Banco Central ha elevado las tasas de interés de política monetaria en 775 puntos básicos desde mediados de 2010 (375 puntos básicos este año), comenzando de un nivel cercano a cero. Sin embargo, las tasas reales de política monetaria se han mantenido en niveles negativos, y dadas las deficiencias en el canal de transmisión monetaria, las tasas activas y pasivas sólo registraron un modesto incremento en términos reales. En este contexto, el crecimiento del crédito se mantuvo muy alto (40 por ciento interanual en mayo), especialmente del crédito en moneda extranjera (58 por ciento). Esto último se debe a su costo relativamente bajo, la abundante liquidez en dólares proveniente de ingresos por exportación y la fuerte entrada de capitales (sobre todo IED). A fin de contener el crecimiento del crédito con mayor rapidez, el BCP elevó los encajes legales a partir de mayo (en 3 y 4 puntos porcentuales para los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera, respectivamente), con lo cual retornaron a los niveles anteriores a la crisis.

5. **El BCP ha permitido que el guaraní se aprecie sustancialmente en los últimos meses, a la vez que ha intervenido en el mercado cambiario.** Al final de mayo, el guaraní se había revalorizado alrededor del

10 por ciento frente al dólar de EE.UU (13 por ciento en términos efectivos reales) en comparación con su valor al final de 2010. Esta apreciación refleja principalmente una mejora en los términos de intercambio, la liquidación estacional de ingresos por exportación y un mayor flujo de capitales privados, especialmente IED. En marzo, el BCP comenzó a comprar divisas (sin una plena esterilización) y en abril intensificó su presencia en el mercado, tratando de contener las presiones de apreciación cambiaria. Al estabilizarse el guaraní, el BCP redujo su intervención en mayo y no intervino en junio.

**Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario 1/**  
(Enero de 2009 - mayo de 2011)

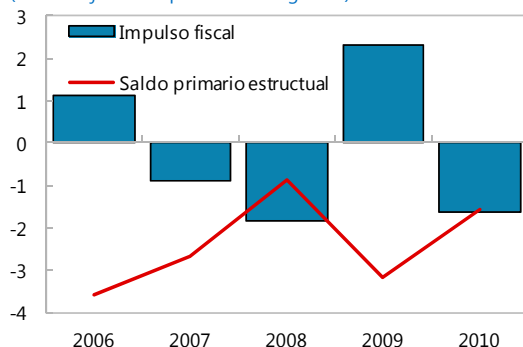


1/ Una disminución del tipo de cambio bilateral implica apreciación; una disminución del TCER implica depreciación.

6. **En 2010 se mantuvo una política fiscal anticíclica, en tanto que la deuda pública continuó en una trayectoria descendente (gráfico 4).** El crecimiento real del gasto primario se redujo fuertemente—a alrededor del 8 por ciento—, mientras que el aumento de los ingresos tributarios se aceleró a 19 por ciento ante el dinamismo de la actividad económica y el fuerte crecimiento de las importaciones, a lo cual se sumaron las mejoras en la administración

tributaria. En términos estructurales, el déficit primario (excluidas las regalías por ventas de electricidad y las donaciones) se redujo en 1,6 por ciento del PIB no agrícola, lo cual implica el retiro de la mayor parte del estímulo suministrado en 2009 (recuadro 1). La deuda pública disminuyó más de cuatro puntos porcentuales (al 19 por ciento del PIB).

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



1/ Excluye las regalías eléctricas y donaciones.

7. **El sector bancario se mantiene sólido en términos generales** (gráfico 5). El indicador global de adecuación de capital de los bancos se mantiene por encima del nivel regulatorio (10 por ciento), aunque es algo más bajo (alrededor de tres puntos porcentuales) si se aplican las definiciones de Basilea I. El coeficiente de préstamos en mora es bajo, pero el nivel de los préstamos en mora está creciendo con rapidez (17 por ciento interanual en mayo)<sup>1</sup> y las provisiones globales son bajas. La rentabilidad se ha mantenido en niveles altos. A finales de 2010 la Superintendencia de Bancos (SBP) aprobó medidas orientadas a fortalecer los márgenes de maniobra del sistema financiero, entre otras un aumento de las provisiones generales y los capitales mínimos. Estas medidas entrarán en vigencia en enero de 2012

## II. PERSPECTIVAS Y RIESGOS MACROECONÓMICOS

8. **Se proyecta que el crecimiento económico se desacelerará en 2011, aunque se mantendría por encima de su potencial.** El crecimiento del PIB se prevé en 6,7 por ciento, reflejando un sólido crecimiento del sector agrícola, condiciones de estímulo macroeconómico y un alto nivel de confianza. Se proyecta que la demanda interna crecerá en 9 por ciento, debido a que se mantendrán la vigorosa expansión del crédito y a un estímulo fiscal positivo (párrafo 11). Con un crecimiento potencial del

sector no agrícola estimado en 4-4¼ por ciento (véase el capítulo 1 del informe *Temas seleccionados*), la brecha del producto se situaría en promedio en 2,2 por ciento. El balance de riesgos para el crecimiento se inclina al alza en 2011, principalmente debido a que el sector

<sup>1</sup> Los préstamos en mora para las operaciones en guaraníes son mayores que para las operaciones en moneda extranjera (2,3 por ciento frente a 0,4 por ciento) y están aumentando con mayor rapidez (21 por ciento frente a 8 por ciento interanual).

agrícola podría registrar un crecimiento mayor al previsto. Se espera que el crecimiento se desacelere en el mediano

plazo y que vuelva a su nivel potencial en 2013–14.

### Paraguay: Perspectivas a mediano plazo

	2008	2009	2010	Proy.					
				2011	2012	2013	2014	2015	2016
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)									
<b>Producción y precios</b>									
PIB real	5.8	-3.8	15.0	6.7	5.5	4.5	4.0	4.0	4.0
Precios al consumidor (fin de período)	7.5	1.9	7.2	9.8	7.3	6.0	5.0	4.0	4.0
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)									
<b>Finanzas públicas</b>									
Saldo primario del gobierno central	3.1	0.7	1.8	1.0	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.2
Saldo global del gobierno central	2.5	0.6	1.4	0.5	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2
Saldo primario estructural del gobierno central 1/	-0.9	-3.2	-1.6	-2.9	-3.9	-3.5	-3.1	-3.1	-2.8
Saldo global del gobierno general	2.9	2.0	1.7	1.0	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.0
Deuda pública consolidada	23.2	23.0	19.1	18.0	16.1	15.0	13.9	13.2	12.6
<b>Sector externo</b>									
Términos de intercambio (variación porcentual)	38.9	-19.1	6.7	4.5	-3.0	-1.9	-1.8	-1.7	-1.4
Cuenta corriente	-1.9	-0.1	-2.8	-3.8	-4.0	-3.9	-3.6	-3.2	-3.1
Inversión extranjera directa	1.6	1.4	2.1	3.1	2.5	2.7	2.9	3.0	3.1
Reservas internacionales netas	16.9	27.2	22.6	22.3	19.5	18.8	18.9	18.9	18.7

Fuentes: Banco Central del Paraguay; Ministerio de Hacienda, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.  
1/ Excluye las regalías por ventas de electricidad y donaciones. Porcentaje del PIB potencial no agrícola nominal.

9. **Según las proyecciones, este año la inflación se mantendrá bastante por encima del rango meta del BCP, y seguirá siendo relativamente alta en los próximos dos años.** Aunque la inflación ha disminuido ligeramente en los últimos meses, se proyecta que será cercana al 10 por ciento al final de 2011, teniendo en cuenta la brecha del producto positiva, la persistencia de altos precios para las materias primas y las presiones de costos (por ejemplo, el salario mínimo se elevó un 10 por ciento en abril). Los riesgos se inclinan al alza, en consonancia con los riesgos para el crecimiento interno, y teniendo en cuenta que los precios de las materias primas

podrían resultar más altos de lo que se proyecta actualmente. De cara al futuro, y suponiendo que se mantengan condiciones monetarias más restrictivas y los precios de las materias primas se estabilicen, la inflación disminuiría, aunque se mantendría por encima de la meta fijada por el BCP hasta 2013 inclusive.

10. **El déficit de la cuenta corriente externa seguiría ampliándose en 2011, antes de comenzar a disminuir en el mediano plazo.** Pese a la mejora en los términos de intercambio, se proyecta que el déficit en cuenta corriente aumentará a 3.8 por ciento del PIB este año, impulsado por la



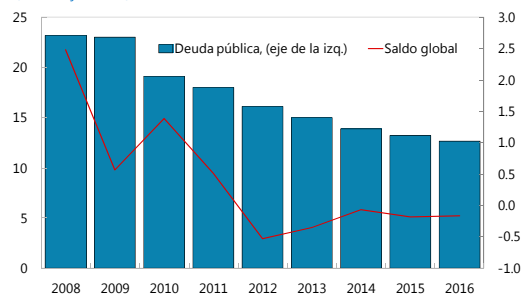
persistencia de un fuerte crecimiento de las importaciones, una cuenta de servicios menos favorable y menores remesas. El personal técnico prevé que el déficit se reducirá gradualmente y se estabilizará en un nivel de alrededor del 3 por ciento del PIB en el mediano plazo. Esta previsión se basa en la premisa de que el crecimiento de las importaciones se moderará sustancialmente, al reducirse el crecimiento interno y la inflación de precios mundiales de las materias primas, y de que las exportaciones agrícolas registrarán una vigorosa expansión (aunque menor que en 2010-11).

11. **La política fiscal adoptaría una orientación expansiva en 2011.** Se proyecta que, debido al impulso proporcionado por fuertes aumentos del gasto corriente y de capital, el saldo global se reducirá en 1 por ciento del PIB, a 0,5 por ciento del PIB<sup>2</sup>. Esto implicaría un impulso fiscal de 1,3 por ciento del PIB no agrícola (recuadro 1). Es probable que los balances fiscales sigan deteriorándose en 2012, al intensificarse las presiones para aumentar el gasto en el período previo a las elecciones presidenciales y legislativas de 2013. Sin embargo, dado que el producto crecería a tasas cercanas a su nivel potencial, y siempre que el déficit global se mantenga dentro de límites moderados, la deuda

<sup>2</sup>Se incluyen en esta cifra ingresos adicionales derivados de Itaipú por el equivalente de alrededor de ½ por ciento del PIB este año (párrafo 28).

Saldo del gobierno central y deuda pública

(Porcentaje del PIB)



pública seguiría disminuyendo, y se reduciría al 15 por ciento para 2013.

12. **Las perspectivas de mediano plazo están sujetas a los siguientes riesgos:**

- **Riesgos para el crecimiento balanceados y riesgos al alza para la inflación.** El crecimiento de la demanda interna podría desacelerarse con mayor lentitud de la prevista en el escenario de base, lo cual derivaría en un mayor crecimiento económico. Al mismo tiempo, el crecimiento mundial podría resultar menor que el proyectado actualmente, lo cual perjudicaría al crecimiento interno. La posibilidad de que los precios mundiales de las materias primas sean más altos y las políticas macroeconómicas más expansivas que lo previsto en el escenario base plantea riesgos al alza para la inflación.
- **Riesgos fiscales a la baja.** El gobierno no tiene mayoría en el Congreso, y este dispone de amplios poderes y tiende a favorecer políticas fiscales expansivas. Esto complicaría los esfuerzos del gobierno para lograr mayores ingresos tributarios y contener las presiones de gasto que surgen de la

legislatura. Estas presiones podrían intensificarse, sobre todo en el período previo

a las elecciones de 2013.

### III. DIÁLOGO DE POLÍTICA ECONÓMICA

13. **Temas centrales de la consulta.** La consulta de 2011 se centró en las políticas macroeconómicas y del sector financiero necesarias para reducir los riesgos de un aterrizaje brusco en el contexto actual de pujante crecimiento económico y fuerte

expansión del crédito. Las autoridades deben moderar las presiones de demanda interna y retomar una trayectoria de crecimiento más equilibrado, protegiendo a la vez la estabilidad financiera.

#### A. Políticas Macroeconómicas y del Sector Financiero en el Corto Plazo

14. **El rápido crecimiento del crédito y las presiones de exceso de demanda plantean riesgos considerables para la estabilidad macroeconómica y financiera.**

Las políticas económicas deberían orientarse a contener el crecimiento de la demanda interna a fin de reducir la inflación con mayor rapidez y moderar el déficit de la cuenta corriente externa, preservando a la vez la solidez del sistema financiero. Se espera que persista una afluencia de capitales de nivel suficiente para financiar los déficits en cuenta corriente proyectados. Sin embargo, el nivel relativamente cuantioso de estos déficits plantea un importante riesgo, ya que si los flujos de capital privado se revirtieran o los términos de intercambio se deterioraran de manera abrupta, se podrían producir graves perturbaciones macroeconómicas<sup>3</sup>. En el

sector financiero, si bien los indicadores de solidez financiera de los bancos se han mantenido en niveles adecuados hasta ahora, las autoridades deberán actuar preventivamente para evitar un deterioro de las carteras de los bancos (el nivel de los préstamos en mora está creciendo rápidamente en un contexto de gran crecimiento económico) y la toma excesiva de riesgos por parte de las instituciones financieras; al mismo tiempo, deberán fortalecer los márgenes de manobra de las instituciones financieras para reforzar su capacidad de resistencia a una posible reversión de las actuales condiciones macroeconómicas favorables.

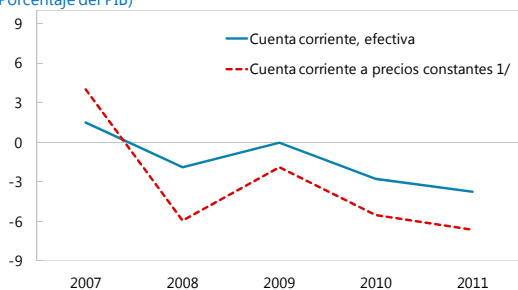
<sup>3</sup> Las estimaciones del personal técnico del FMI muestran que, si los precios de las materias primas se hubieran mantenido en los niveles de 2005, el déficit

(continued)

en cuenta corriente habría sido alrededor de 3 por ciento del PIB más alto en 2010 (gráfico del texto).

### Saldo en cuenta corriente a precios corrientes y constantes de 2005

(Porcentaje del PIB)



1/ Se supone que los términos de intercambio no varían desde 2005.

15. **La misión aconsejó mantener una política monetaria restrictiva.** El personal técnico recomendó reiniciar los aumentos de la tasa de interés y a la vez considerar la posibilidad de elevar los encajes legales. La misión subrayó la necesidad de establecer un encaje más alto para los depósitos en dólares de EE.UU. para hacer frente al muy rápido crecimiento del crédito en esta moneda. También instó a hacer extensiva la aplicación del encaje legal a los depósitos a plazo, que actualmente están exentos. Estas medidas deberían adoptarse sin dilación, teniendo en cuenta que el crecimiento del crédito aún mantiene un ritmo acelerado y los préstamos en moneda extranjera están aumentando con extrema rapidez. Las autoridades señalaron que, si bien es posible que se necesite una mayor contracción monetaria, en su opinión se debería esperar a recibir nuevos datos y conocer los efectos de las medidas recientes antes de reanudar el proceso de contracción monetaria. Las autoridades también podrían considerar la propuesta de elevar el encaje

legal sobre los depósitos en moneda extranjera. El personal técnico señaló que el incremento del encaje sobre los depósitos en guaraníes repercutiría con mayor rapidez en la liquidez, a la vez que evitaría crear demasiados incentivos para operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry-trade*). Al mismo tiempo, aun sería necesario incrementar el diferencial de los coeficientes de encaje por moneda, estableciendo un encaje más alto para las operaciones en divisas, a fin de reducir los incentivos para tomar préstamos en moneda extranjera.

16. **El personal técnico recomendó apuntar al menos a una posición fiscal neutra en 2011–12.** Es necesario que la política fiscal adopte una tónica al menos neutral, aunque preferentemente anticíclica, a fin de contener las presiones de demanda interna y reducir la carga sobre la política monetaria. Para lograr una posición neutral sería necesario un ajuste equivalente al 1,3 por ciento del PIB no agrícola en 2011 en relación con las proyecciones actuales. Para lograrlo, la misión recomendó ahorrar todo excedente de ingresos fiscales—incluidos los resultantes de la posible adopción de medidas de movilización de ingresos públicos que actualmente está considerando el Congreso y del aumento de las regalías de Itaipú—y reducir al mismo tiempo la tasa de

crecimiento del gasto primario, sobre todo los gastos corrientes, y a la vez evitar ampliaciones presupuestarias. Las autoridades estuvieron de acuerdo con que es necesaria una posición fiscal no expansiva pero opinaron que es sumamente difícil lograrlo este año teniendo en cuenta las restricciones políticas, en particular el hecho de que el gobierno no tiene mayoría en el Congreso. Compartieron la inquietud de la misión con respecto al riesgo de que se siga manteniendo una posición fiscal laxa el próximo año. En vista de las perspectivas de crecimiento económico e inflación para 2012, el personal técnico hizo hincapié en la importancia de evitar una política fiscal expansiva el próximo año.

17. ***El personal técnico destacó la importancia de mantener la flexibilidad del tipo de cambio a fin de reducir las presiones inflacionarias.*** Dado que la economía de Paraguay es muy abierta y el traspaso de las fluctuaciones cambiarias a los precios internos es significativo, una moneda nacional fuerte ayudaría a contener las presiones inflacionarias, como lo demuestra el comportamiento de la inflación de bienes transables en los últimos meses. La misión sugirió intervenir en el mercado cambiario solamente si resulta necesario para corregir un tipo de cambio marcadamente sobrevaluado o una excesiva volatilidad, y esterilizar

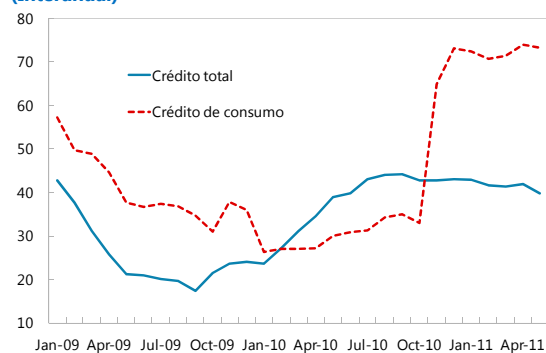
plenamente cualquier intervención. Recalcó que la intervención cambiaria tiene costos y siembra dudas con respecto al compromiso del BCP de reducir la inflación, a la vez que puede incentivar apuestas cambiarias de un lado del mercado solamente.

18. ***Hubo acuerdo en que un uso más amplio de medidas macroprudenciales ayudaría a proteger la estabilidad financiera.*** Además de los encajes legales, el menú de herramientas podría incluir límites más estrictos con respecto a las relaciones préstamo/valor y deuda/ingresos, coeficientes de capital más altos y un aumento de las provisiones, incluyendo la adopción de un provisionamiento dinámico (recuadro 2). Las autoridades señalaron que este es el enfoque en que se basan las medidas aprobadas a fines de 2010 (párrafo 7) y que están considerando la adopción de otras medidas similares a partir de 2012, como la introducción del provisionamiento dinámico. El personal técnico hizo hincapié en la necesidad de adoptar medidas macroprudenciales sin mayor demora este año, y alentó a las autoridades a adelantar la implementación de las medidas aprobadas a finales de 2010. Dadas las limitaciones del canal de transmisión monetaria, las medidas macroprudenciales también ayudarían a contener el crecimiento del crédito.

19. **La misión recomendó adoptar medidas focalizadas en el crédito al consumo, y monitorear de manera más estrecha mercados clave de crédito y de activos.** El crédito ha aumentado con particular dinamismo en el segmento de consumo (73 por ciento interanual en mayo), el que muestra la mayor proporción de préstamos en mora. El personal técnico señaló que el ritmo de crecimiento en este sector plantea un riesgo significativo para la estabilidad financiera de cara al futuro. En un contexto de intensa competencia entre los bancos y una fuerte demanda de crédito, las tasas de interés reales para el crédito al consumo aumentaron mucho menos que el promedio durante el ciclo de endurecimiento monetario en curso. La misión recomendó aplicar criterios más estrictos con respecto a la relación deuda/ingresos e incrementar las provisiones específicas a fin de lograr una reducción más rápida del crecimiento del crédito al consumo y reforzar los márgenes de maniobra de las instituciones financieras. Las autoridades coincidieron en que estas medidas resultan necesarias y considerarán la posibilidad de aplicarlas. El personal técnico también sugirió seguir más de cerca la evolución del crédito a los sectores de la construcción e hipotecario, así como la evolución de los mercados inmobiliarios, entre otras formas mejorando la compilación

de estadísticas. Si bien se carece de datos concluyentes, hay información anecdótica que lleva a pensar que en algunas regiones los precios de los inmuebles han estado aumentando con mucha rapidez, tanto en el segmento residencial como en el comercial.

**Crecimiento del crédito de consumo (Interanual)**



Aunque la información disponible apunta a una expansión del sector de la construcción en su mayor parte autofinanciada, con limitada exposición de los bancos, es necesario monitorear de cerca la evolución de este mercado y la exposición de los bancos.

20. **Es necesario adoptar medidas para hacer frente a los descalses de monedas.** El grado de dolarización financiera sigue siendo alto en Paraguay: la proporción de depósitos y préstamos en moneda extranjera se sitúa

**Dolarización del crédito bancario y los depósitos (Porcentaje del total)**



por encima del 40 por ciento y está en aumento. La corrección de los descalces de monedas ayudaría a limitar los efectos que tendría sobre las hojas de balance un cambio repentino en la dirección de los flujos de capitales y la consiguiente depreciación de la moneda. El personal técnico señaló que hay cierta evidencia de descalces de monedas en los balances de los prestatarios y recomendó

imponer provisiones específicas adicionales sobre estos préstamos. Las autoridades estuvieron de acuerdo con esta propuesta e indicaron que estaban considerando un aumento de las provisiones para los préstamos de consumo que implican descalces de monedas, probablemente a partir de 2012.

## B. Marco de Política Monetaria y Tipo de Cambio

21. ***La misión apoyó el reciente anuncio de adoptar un régimen de metas de inflación y alentó a seguir mejorando el marco monetario.*** Las autoridades esperan que la transición hacia un régimen de metas de inflación lleve dos años y señalaron que están tomando las medidas necesarias para facilitar dicha transición. El excedente crónico de reservas de los bancos es un factor importante que explica el deficiente funcionamiento del canal de transmisión monetario y limita la efectividad de la política monetaria (véase el capítulo 2 del documento *Temas seleccionados*). El personal técnico respaldó las iniciativas en marcha para corregir este problema al permitir cumplir con el encaje legal en términos de promedios mensuales. También alentó al BCP y al Ministerio de Hacienda a redoblar esfuerzos para intercambiar información prospectiva sobre la ejecución del presupuesto y los ingresos fiscales y otras fuentes de cambios en la liquidez. La misión también resaltó la necesidad de que el BCP refuerce y defina con

mayor claridad su marco operativo, entre otras formas i) limitando (y esterilizando) las intervenciones en el mercado cambiario, lo cual transmitiría una señal más clara de que la inflación es su principal objetivo; y ii) focalizando sus medidas de política monetaria en la tasa de interés de corto plazo, dejando que el mercado determine la curva de rendimientos. Las autoridades estuvieron de acuerdo con estas recomendaciones, y señalaron que el BCP ya está prescindiendo de fijar las tasas de interés para los vencimientos a más largo plazo, dejando que estas sean determinadas por el mercado.

22. ***La recapitalización del BCP es crucial para mejorar la eficacia de la política monetaria y reforzar aún más la credibilidad del BCP*** (recuadro 3). El que el BCP tenga capital negativo ha sido un factor importante en la lenta reacción de la política monetaria ante el aumento de la inflación durante el ciclo actual, dado que el Banco Central incurrió en mayores pérdidas al elevar

las tasas de interés. La misión respaldó los planes de las autoridades para acelerar la implementación de la ley de recapitalización aprobada en abril de 2010. La recapitalización también será crucial para apoyar la transición hacia un régimen de metas de inflación. La misión también alentó a las autoridades a llevar a cabo la recapitalización siguiendo prácticas internacionales sólidas. Entre otras cosas, podrían emitirse bonos negociables a tasas de mercado y con vencimientos apropiados, y debería asegurarse que el BCP obtenga un flujo de caja regular por concepto de intereses.

23. ***En líneas generales, el tipo de cambio parece consistente con su nivel de equilibrio*** (recuadro 4). Paraguay tiene un régimen de tipo de cambio relativamente

flexible. Si bien ha habido intervenciones cambiarias frecuentes en los últimos meses, el BCP ha permitido que el guaraní fluctúe dentro de una banda relativamente amplia. Según las estimaciones del personal técnico del FMI, el tipo de cambio estaba alineado con sus fundamentos económicos de mediano plazo a finales de 2010, con una ligera sobrevaluación (1-2 por ciento). Dada la apreciación del guaraní en los últimos cinco meses, posiblemente la sobrevaluación ahora sea mayor, aunque probablemente no en grado significativo dado que algunos de los fundamentos económicos (por ejemplo, los términos de intercambio y las perspectivas de que se mantenga un sólido crecimiento en el sector agrícola) también se han fortalecido.

### C. Cuestiones Estructurales del Sector Financiero

24. ***La misión apoyó el programa encaminado a fortalecer las normas de regulación y supervisión para las cooperativas, en consonancia con las recomendaciones formuladas en el marco del FSAP*** (recuadro 5). Se ha formulado y se está implementando un programa respaldado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para fortalecer la regulación y supervisión de las cooperativas, con miras a que las normas aplicadas a estas converjan finalmente con las aplicadas a los bancos. El programa también incluye la creación de una red de seguridad financiera para el sector. La misión alentó a seguir trabajando en la

corrección de las deficiencias en el ente regulador del sector (el INCOOP), particularmente la insuficiencia de sus recursos y la capacidad de hacer cumplir las normas, y una estructura de gobierno que genera conflictos de intereses. El personal técnico señaló que, si bien las cooperativas están perdiendo cuota de mercado frente a los bancos, siguen siendo importantes actores en el sistema financiero (concentran alrededor del 20–25 por ciento de los depósitos y créditos) y aún podrían representar riesgos financieros y fiscales significativos.

25. ***La regulación y supervisión de bancos han mejorado considerablemente en los últimos años, pero hay margen para seguir avanzando en esta materia.*** Como se señaló en el documento de Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero (FSSA, según sus siglas en inglés), se han fortalecido varias normas prudenciales importantes y la supervisión ahora está más basada en riesgos. La misión alentó a las autoridades a implementar las recomendaciones formuladas en el marco del FSAP para superar las barreras jurídicas (resultantes, por ejemplo, de la ley de bancos) que limitan la posibilidad de actualizar las normas prudenciales necesarias para una supervisión basada en riesgos más eficaz. Esto incluiría alinear plenamente la definición de capital y la clasificación de préstamos con las normas internacionales y realizar un monitoreo más estricto de la exposición a clientes grandes, así como modificar la legislación bancaria de modo que se centre en establecer principios generales y deje a cargo del BCP la facultad de determinar los requisitos concretos y los detalles técnicos.

La misión también alentó a las autoridades a implementar otras recomendaciones formuladas en el marco del FSAP, incluido el régimen de resolución de crisis sistémicas y la asistencia de liquidez de emergencia, así como el aumento del financiamiento contingente para el fondo de garantía de depósitos, dada su extensa cobertura.

26. ***También es necesario mejorar la coordinación y el intercambio de información entre todas las entidades responsables de la estabilidad y la supervisión del sector financiero.*** Como se recomendó en la evaluación realizada en el marco del FSAP, las autoridades deberían considerar la creación de un comité de alto nivel integrado por todos los reguladores (incluido el INCOOP) para analizar de manera periódica cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera y promover la armonización de normas prudenciales. Este comité también podría ofrecer orientación para implementar el programa para el sector de cooperativas respaldado por el BID.

#### D. Cuestiones Fiscales Estructurales

27. ***Es esencial lograr mayores ingresos tributarios a fin de hacer frente a deficiencias básicas en infraestructura y ampliar los programas sociales.*** Las autoridades están plenamente comprometidas a elevar la presión tributaria de Paraguay, que actualmente es una de las más bajas de la región (13,5 por ciento del PIB). El personal técnico señaló que la

coyuntura cíclica imparte mayor urgencia a la necesidad de lograr avances en este aspecto. El Congreso está considerando actualmente propuestas para implementar el impuesto sobre la renta personal (que dicho órgano ha postergado en varias oportunidades desde su aprobación en 2004) e introducir impuestos sobre las exportaciones de determinados productos agrícolas (medida promovida por



algunos legisladores a título individual). La misión respaldó el objetivo de incrementar los ingresos tributarios y los esfuerzos que está desplegando el gobierno para implementar sin más demoras el impuesto sobre la renta personal, a la vez que expresó su preferencia por un impuesto de base amplia (con una tasa baja) sobre las ventas de productos agrícolas, en lugar de aplicar un impuesto sobre las exportaciones.

28. ***Es esencial asegurar una gestión prudente de los mayores ingresos generados por Itaipú.*** Los ingresos fiscales provenientes de la venta de energía eléctrica a Brasil se triplicarán, medidos en dólares de EE.UU., tras la reciente aprobación por el Congreso de Brasil del convenio de 2009<sup>4</sup>. La misión respaldó la propuesta de las autoridades de resguardar los ingresos adicionales colocándolos en un fondo especial para financiar proyectos de infraestructura de alto rendimiento y el desarrollo del capital humano, y constituir una reserva anticíclica<sup>5</sup>. No obstante, se

<sup>4</sup> El parámetro en que se basa la compensación que Paraguay recibe por la venta a Brasil del excedente de energía eléctrica se renegotió mediante un convenio firmado en julio de 2009 y ratificado por el Congreso de Brasil en mayo de 2011. Como resultado, la compensación anual aumentaría de alrededor de US\$120 millones a alrededor de US\$360 millones (1,6 por ciento del PIB de 2011).

<sup>5</sup> La propuesta actual distribuye los ingresos adicionales de la siguiente manera: infraestructura para salud y educación y saneamiento del agua, 40 por ciento; infraestructura de transporte, 40 por ciento; formación de capital humano, 10 por ciento; y fondo de estabilización anticíclico, 10 por ciento.

recomienda que una parte importante de estos ingresos fiscales se utilice para constituir la reserva anticíclica.

29. ***El establecimiento de un marco prospectivo para las asociaciones público-privadas (APP) reduciría los pasivos fiscales contingentes.*** El personal técnico elogió los planes de las autoridades para ampliar la participación de las APP en la prestación de servicios de infraestructura, particularmente en aeropuertos y la red de transportes. A mediano plazo, la misión sugirió modificar y exigir el cumplimiento de las leyes sobre concesiones y sobre administración financiera del sector público, con el fin de crear un marco con fuerza vinculante para la legislación específica. También recomendó instituir a mediano plazo un marco jurídico más amplio para las APP. En el plano institucional, es necesario fortalecer la función del Ministerio de Hacienda en la evaluación y aprobación de las APP, con el objeto de lograr una mejor relación calidad-precio y controlar los riesgos fiscales.

30. ***Se han logrado avances en la formulación de un marco fiscal de mediano plazo, pero hay margen para un mayor progreso en este terreno.*** El Ministerio de Hacienda ha comenzado a preparar un informe de política fiscal que contiene, entre otras cosas, proyecciones macroeconómicas y fiscales a tres años. El primero de estos informes se publicó el año pasado, conjuntamente con el proyecto de

presupuesto para 2011. Dicho Ministerio está en proceso de crear una unidad macrofiscal encargada de preparar proyecciones macrofiscales, detectar riesgos contingentes y preparar informes sobre las perspectivas macrofiscales. Hay margen para perfeccionar el marco fiscal de mediano plazo, entre otras formas integrándolo al presupuesto, identificando y evaluando los riesgos fiscales e informando sobre los mismos en los

documentos sobre el presupuesto, y estableciendo un marco de gasto de mediano plazo. La misión alentó a las autoridades a considerar la adopción de una regla fiscal que fije una meta con respecto al saldo primario estructural (excluidos los ingresos por regalías derivadas de la venta de electricidad y las donaciones). Esto podría servir de ancla para el marco fiscal de mediano plazo y facilitar su integración al presupuesto.

## E. Empleo y Pobreza

### 31. **La tasa de pobreza ha disminuido en los últimos años pero sigue siendo alta.**

Un mayor crecimiento económico y un aumento del nivel de empleo han contribuido a una significativa reducción de la tasa de pobreza, aunque esta aún es alta (35 por ciento en 2009). Si bien el desempleo parece bajo (6 por ciento al final de 2010), el subempleo afecta a una gran proporción de la población activa (23 por ciento). En los últimos años se ha avanzado en cierta medida en la atención de las necesidades sociales básicas, entre otras formas mediante una considerable expansión del programa de transferencias monetarias condicionadas (*Tekopora*) y un mayor acceso a servicios de salud pública (por ejemplo, servicios materno-infantiles gratuitos). Sin embargo, aún es

posible mejorar la focalización del programa *Tekopora*. También es esencial aumentar la baja presión tributaria y mejorar la calidad del gasto público a fin de reforzar la capacidad y eficacia del gobierno en la tarea de atender las necesidades sociales de Paraguay. También sería importante mantener un marco macroeconómico estable, incluido un bajo nivel de inflación, para seguir reduciendo la pobreza.

Paraguay: Crecimiento, empleo y pobreza (Porcentaje)

	Crecimiento del PIB per cápita				
	real	Empleo 1/	Subempleo 2/	Desempleo 2/	Pobreza
2002	-2.0	66.8	25.1	10.8	49.7
2003	1.9	69.2	24.1	8.1	44.0
2004	2.8	69.9	24.2	7.3	41.3
2005	1.1	71.4	25.1	5.7	38.6
2006	2.3	71.1	23.5	6.5	43.7
2007	4.7	72.3	26.6	5.5	41.2
2008	3.8	73.4	26.5	5.7	37.9
2009	-5.7	71.7	25.1	6.4	35.1
2010	12.8	71.9	22.9	6.1	...

1/ Porcentaje de la población en edad de trabajar (15 a 64 años).  
2/ Porcentaje de la fuerza de trabajo.

## IV. EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO

### 32. **Paraguay adoptó medidas de política económica apropiadas que le permitieron sobrellevar la crisis mundial.**

Una política macroeconómica anticíclica amortiguó los efectos de una menor demanda externa. Si bien el PIB todavía registró una

contracción en 2009, esto se debió principalmente a una grave sequía, y el sector no agrícola, sin embargo, registró un modesto crecimiento. Pese a un sustancial estímulo fiscal, la deuda pública prácticamente no se modificó, dada la sólida posición inicial de las cuentas fiscales, en tanto que la flexibilidad del régimen cambiario ayudó a atemperar el ajuste externo. El sistema financiero salió indemne, con niveles de capitalización adecuados y una baja proporción de préstamos en mora.

33. ***El fuerte repunte que registró el crecimiento económico en 2010 ha dado origen a presiones de sobrecalentamiento.***

El PIB creció un 15 por ciento en 2010, gracias a una cosecha récord, un fuerte crecimiento del crédito y condiciones externas favorables. Impulsada por las presiones de exceso de demanda y el alza de precios de las materias primas, la inflación registró un fuerte incremento en el último año, en tanto que el saldo en cuenta corriente externa se deterioró sustancialmente, pese a la mejora en los términos de intercambio. En 2010 se imprimió a la política fiscal una adecuada orientación anticíclica, y se retiró la mayor parte del estímulo proporcionado en 2009. Sin embargo, se mantuvo una política monetaria laxa, con tasas reales de política monetaria muy negativas y abundante liquidez.

34. ***Actualmente las políticas macroeconómicas mantienen una tónica expansiva.*** Pese a un fuerte aumento desde

mediados de 2010, las tasas reales de política monetaria siguen siendo negativas, en tanto que las tasas activas y pasivas reales solo han registrado un modesto aumento y el crecimiento del crédito es aún muy alto. Ante el fuerte incremento del gasto, la política fiscal es actualmente expansiva, y se proyecta que el saldo primario estructural se deteriorará un 1,3 por ciento del PIB no agrícola en 2011. También existe el riesgo de que se mantenga una posición fiscal laxa en 2012, al intensificarse las presiones para aumentar los gastos corrientes en el período previo a las elecciones generales de 2013.

35. ***Es necesario seguir ajustando las políticas a fin de asegurar un aterrizaje suave de la economía.*** Las políticas deberían orientarse a moderar las presiones de la demanda interna y retomar una trayectoria de crecimiento más equilibrado, a fin de reducir la inflación, limitar el déficit de la cuenta corriente externa, y preservar la estabilidad financiera. El ajuste de la política monetaria debería continuar sin demora, y entre las opciones que podrían considerarse se incluyen nuevos aumentos de los coeficientes de encaje legal, sobre todo para los depósitos en moneda extranjera. La posición fiscal debería ser al menos neutra, aunque preferiblemente anticíclica. A tal efecto, será crucial limitar los gastos corrientes y ahorrar todo ingreso extraordinario, incluidos los derivados de la posible aprobación de medidas orientadas a movilizar ingresos que actualmente están a consideración del

Congreso. También sería importante evitar que la posición fiscal siga siendo expansiva en 2012, dada la brecha del producto positiva y una tasa de inflación que supera la meta fijada por el BCP. Un uso más amplio de medidas macroprudenciales ayudaría a proteger la estabilidad financiera en el futuro, a la vez que contribuirá a reducir el crecimiento del crédito con mayor rapidez.

36. ***El sistema bancario sigue siendo sólido, pero es necesario precaverse de los riesgos que se están gestando.*** Los indicadores de solidez financiera de los bancos son sólidos en términos generales, y muestran, entre otras cosas, un nivel muy alto de rentabilidad. Sin embargo, en términos globales las provisiones son bajas, y el nivel de préstamos en mora está creciendo con rapidez. Un crecimiento muy vigoroso del crédito, particularmente del crédito en moneda extranjera, y los descalces de monedas plantean considerables riesgos que deben ser abordados de inmediato. Las medidas macroprudenciales, como mayores provisiones específicas y límites más estrictos para la relación deuda/ingresos, ayudarían a contener dichos riesgos y a fortalecer los márgenes de maniobra. Es necesario un monitoreo cercano de la evolución de la cartera con los sectores de la construcción e hipotecario, así como de los mercados inmobiliarios, incluida la mejora de la compilación de estadísticas. El personal técnico está de acuerdo con el programa en marcha para fortalecer la regulación y la

supervisión y establecer una red de seguridad financiera para el sector de cooperativas. Alienta a las autoridades a que también lleven adelante las reformas legislativas necesarias para aplicar de manera más eficaz una supervisión bancaria basada en riesgos.

37. ***Debería reforzarse aún más el marco de política monetaria a fin de facilitar la transición a un régimen de metas de inflación.*** Ya se dispone de muchos de los componentes necesarios para este proceso, gracias a reformas perdurables y continuas y al fortalecimiento del marco institucional del BCP. También se requieren una pronta implementación de la recapitalización del BCP y una mejor gestión de la liquidez a fin de reforzar la credibilidad del Banco Central y la eficacia de la política monetaria. También sería importante que el BCP fortaleciera y definiera con mayor claridad su marco operativo, entre otras formas limitando (y esterilizando) las intervenciones en el mercado cambiario, con lo cual transmitiría una señal más clara de que la inflación es su principal objetivo.

38. ***Es necesario incrementar los ingresos tributarios para corregir importantes deficiencias en infraestructura y servicios sociales básicos.*** El personal técnico apoya los esfuerzos que está realizando el gobierno para implementar sin mayor demora el impuesto sobre la renta personal y seguir mejorando la administración tributaria. Será esencial asegurar una prudente

administración de los ingresos adicionales generados por las ventas de energía de la central hidroeléctrica de Itaipú. El personal técnico respalda la propuesta de las autoridades de salvaguardar los ingresos fiscales adicionales colocándolos en un fondo especial, y recomienda destinar una parte significativa de dichos ingresos a la constitución de una reserva anticíclica.

39. **Hay margen para fortalecer el marco fiscal.** Los planes para ampliar la participación de las APP en el suministro de servicios de infraestructura constituyen un paso positivo. Sería importante reforzar el marco jurídico que rige las concesiones y desarrollar un marco integral para dichas asociaciones, ampliando al mismo tiempo el papel del Ministerio de Hacienda en la evaluación y aprobación de las APP a fin de

lograr una mejor relación calidad-precio y controlar los riesgos fiscales. También hay margen para fortalecer el marco fiscal de mediano plazo, entre otras formas integrándolo al presupuesto, adoptando un mecanismo sistemático de informe y evaluaciones de los riesgos fiscales, y estableciendo un marco de gasto de mediano plazo. La adopción de una regla fiscal que fije una meta con respecto al saldo primario estructural (excluidos los ingresos por regalías derivadas de la venta de electricidad y las donaciones) podría servir de ancla para el marco fiscal de mediano plazo y facilitar su integración al presupuesto.

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

### Recuadro 1. Medición de la posición fiscal en Paraguay

**Para medir los efectos de la política fiscal sobre la demanda interna pueden utilizarse diversos indicadores.** Para evaluar el impacto de la política fiscal sobre la demanda interna se utiliza generalmente el impulso fiscal, definido como la variación del saldo (o balance) ajustado en función del ciclo. En el caso de Paraguay, pueden utilizarse varios indicadores de los saldos ajustados: i) el saldo primario estructural (SPE), que ajusta los ingresos fiscales en función de la brecha del producto<sup>1</sup>; ii) el SPE excluidas las regalías por ventas de electricidad y las donaciones externas; y iii) el SPE corregido por las desviaciones cíclicas de la absorción interna con respecto a su tendencia. Estos saldos estructurales pueden utilizarse como medidas complementarias de la posición fiscal. Un indicador adicional se deriva de comparar el crecimiento del gasto primario real con el crecimiento potencial del producto.

**El SPE excluidas las regalías por ventas de electricidad y las donaciones podría constituir un indicador**

**adecuado de la posición de la política fiscal de Paraguay.**

Es un indicador más útil que el SPE tradicional. Además de tener en cuenta la brecha del producto, hace abstracción de los ingresos fiscales no relacionados con la actividad económica interna que pueden estar sujetos a fuertes fluctuaciones derivadas de los movimientos del tipo de cambio, que a menudo no tienen nada que ver con las políticas internas. También es importante determinar y ajustar adecuadamente este saldo. En este sentido, dadas las características de la

agricultura en Paraguay (la evolución del sector está impulsada primordialmente por factores externos y relacionados con el clima y las vinculaciones de este sector con el resto de la economía son débiles), el PIB no agrícola parece una opción de normalización superior, y la brecha del producto de la economía no agrícola es más apropiada para corregir las fluctuaciones cíclicas. Las estimaciones basadas en este indicador muestran que la política fiscal aplicada en 2010 retiró un estímulo equivalente a 1,6 puntos porcentuales del PIB no agrícola. Este indicador muestra un estímulo positivo de 1,3 por ciento y 1 por ciento del PIB no agrícola en 2011 y 2012, respectivamente.

**El SPE también podría corregirse a fin de tener en cuenta las desviaciones temporales de la absorción interna con respecto a su tendencia<sup>2</sup>.** Esto es particularmente relevante en el ciclo actual en Paraguay, dado el fuerte crecimiento de la demanda interna, incluidas las importaciones, que son fuente de una proporción importante de los ingresos tributarios. Este indicador arroja resultados similares al anterior, salvo en 2010, año en que el retiro del estímulo es considerablemente inferior, debido a la fuerte expansión de las importaciones ese año.

<sup>1</sup>  $R^S = R * \left(\frac{Y^*}{Y}\right)^\epsilon$ , siendo  $R^S$  los ingresos fiscales estructurales,  $R$  los ingresos fiscales,  $Y^*$  el PIB potencial,  $Y$  el PIB observado, y  $\epsilon$  la elasticidad de los ingresos fiscales con respecto al PIB potencial.

<sup>2</sup> El procedimiento es similar a la nota 1 anterior, controlando por la relación entre la absorción observada y la absorción a largo plazo

$(R^S = R * \left(\frac{a^*}{a}\right)^\beta$ , siendo  $a^*$  la absorción a largo plazo y  $a$  la absorción observada; y  $\beta$  su elasticidad).

Recuadro 1: Medición de la orientación fiscal en Paraguay

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>1. Balance estructural primario</b>					
(Porcentaje del PIB potencial nominal)					
Ingresos estructurales	17.4	19.4	19.3	20.4	20.2
De los cuales: regalías y donaciones	3.8	4.2	3.6	3.9	3.7
Gastos primarios	14.6	17.5	17.7	19.9	21.0
Balance primario	2.8	2.0	1.6	0.5	-0.8
Impulso fiscal	-1.2	0.9	0.4	1.1	1.3
<b>2. Balance estructural primario excluyendo regalías y donaciones (SPERD)</b>					
(Porcentaje del PIB nominal potencial no agrícola)					
Ingresos estructurales	16.3	17.2	14.0	14.6	14.5
Gastos primarios	17.2	20.4	15.5	17.5	18.3
Balance primario	-0.9	-3.2	-1.6	-2.9	-3.9
Impulso fiscal	-1.8	2.3	-1.6	1.3	1.0
<b>3. SPERD ajustado por absorción estructural</b>					
(Porcentaje del PIB nominal potencial no agrícola)					
Ingresos estructurales	16.8	17.9	13.7	14.3	14.1
Gastos primarios	17.2	20.4	15.5	17.5	18.3
Balance primario	-0.4	-2.5	-1.8	-3.2	-4.2
Impulso fiscal	-2.1	2.1	-0.7	1.4	0.9
<b>4. Crecimiento del gasto</b>					
Crecimiento del gasto primario real	-2.8	21.7	7.6	15.8	8.7
Crecimiento del PIB potencial real de largo plazo	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4

## Recuadro 2. Paraguay: Uso de instrumentos macroprudenciales

**Los instrumentos de política macroprudencial se han utilizado ampliamente en los mercados emergentes en los últimos años.** Estos deberían utilizarse para responder a preocupaciones sobre la estabilidad financiera y pueden, en algunas condiciones, complementar las políticas macroeconómicas tradicionales. La experiencia internacional ha demostrado que los períodos de términos de intercambio muy favorables y de fuertes entradas de capitales pueden ocultar desequilibrios macroeconómicos subyacentes y vulnerabilidades del sector financiero. Los déficits en cuenta corriente y la volatilidad del tipo de cambio pueden exacerbar estas vulnerabilidades si los flujos de capital cambian repentinamente de dirección o se deterioran los términos de intercambio, lo que podría provocar ciclos de auge y crisis.

**Con una expansión del crédito del 40 por ciento, considerables entradas de capitales y términos de intercambio favorables, las autoridades paraguayas podrían utilizar las políticas macroprudenciales para hacer frente a los riesgos a la estabilidad macroeconómica y financiera.** Las medidas macroprudenciales, combinadas con una mayor contracción monetaria, un menor estímulo fiscal y el mantenimiento del tipo de cambio flexible, podrían ayudar a reducir los riesgos a la estabilidad financiera y reforzar los márgenes de maniobra en el sector financiero. También contribuirían a una desaceleración más rápida del crecimiento del crédito y a reducir las presiones de sobrecalentamiento. Las medidas macroprudenciales podrían desempeñar un papel particularmente importante como complemento de la política monetaria de Paraguay, dado que el canal de transmisión monetaria es débil, y el traspaso de las tasas de política monetaria a las tasas de mercado es lento y limitado. Además, podrían contribuir a reducir los incentivos a las entradas de capitales orientadas a las operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry-trade*) que pueden complicar aún más la gestión macroeconómica.

**Paraguay ha utilizado medidas macroprudenciales en algunos casos en los últimos tiempos.** Por ejemplo, se han establecido requisitos de encaje legal sobre los pasivos de los bancos por depósitos, y se aplican tasas diferentes a los depósitos en moneda local y en moneda extranjera. En abril, estas tasas se elevaron a los niveles anteriores a la crisis, del 15 por ciento al 18 por ciento para los depósitos en moneda nacional, y del 21 por ciento al 25 por ciento para los depósitos en moneda extranjera. El BCP también ha establecido límites sobre las posiciones abiertas netas en moneda extranjera de los bancos, que se volvieron más estrictos en agosto de 2010. A partir de enero de 2012, el BCP también aumentará las provisiones generales y capitales mínimos, y adoptará una definición más estricta de los préstamos en mora.

**Sin embargo, existe margen para utilizar más ampliamente los instrumentos macroprudenciales.** El menú de instrumentos podría ampliarse a fin de establecer: i) relaciones préstamo-valor y de servicio de la deuda/ingreso más estrictas para el acceso al crédito para bienes duraderos y vivienda más exigente; ii) requisitos de encaje legal sobre las líneas de crédito externas de los bancos; iii) requisitos de encaje legal más altos sobre los depósitos en moneda extranjera, dado el fuerte crecimiento del crédito en dólares de EE.UU.; iv) requisitos de capital más elevados y mayores provisiones para reducir el ritmo de crecimiento del crédito de consumo y los descalces de monedas; y v) provisiones dinámicas. Actualmente, el encaje legal sobre los depósitos en moneda nacional se aplica a los depósitos a la vista solamente, y coincide en general con los niveles regionales (véase el capítulo 2 de *Temas seleccionados*). No obstante, dado que el crédito en guaraníes sigue expandiéndose a un nivel cercano al 30 por ciento, se justifica elevarlo aún más. A diferencia de otros países de la región, los depósitos a plazo en moneda nacional no están sujetos a encaje legal. Si bien representan una proporción relativamente pequeña del total de depósitos (alrededor del 30 por ciento), también se justifica que estén sujetos a encaje legal.

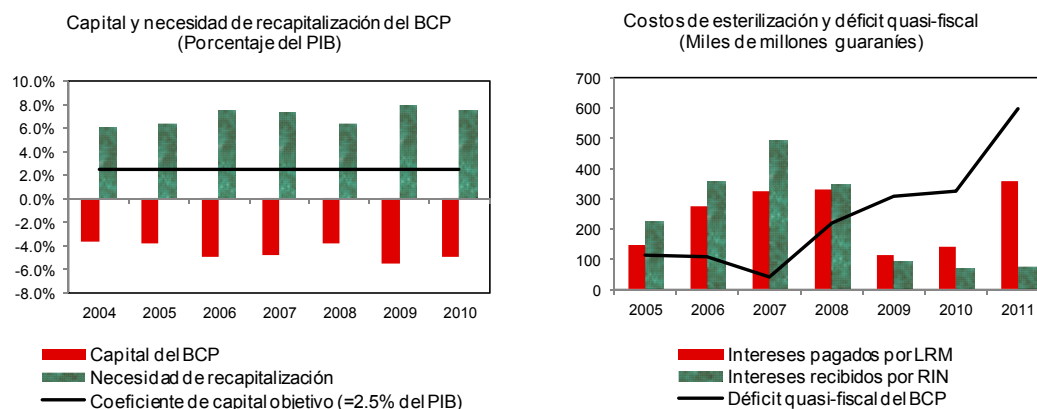


### Recuadro 3. Paraguay: Recapitalización del Banco Central

**La experiencia internacional parece indicar que los bancos centrales más débiles desde el punto de vista financiero tienen tasas de inflación más altas.** Las inquietudes acerca del impacto de las decisiones sobre las tasas de interés en la hoja de balance del banco central minan la credibilidad y la eficacia del mismo y aumentan los costos de estabilización de la inflación en términos de pérdidas de producto<sup>1</sup>. Deberá establecerse una trayectoria creíble para la recapitalización del banco central a fin de estabilizar las expectativas inflacionarias y respaldar la implementación de una estrategia de política monetaria eficaz.

**Las operaciones de política monetaria del BCP se han visto muy perjudicadas por su posición negativa de capital.** El capital negativo del BCP es una herencia del pasado, la cual refleja los créditos en mora relacionados con préstamos al público y al sector financiero que se incurrieron en gran medida antes de que la carta orgánica del BCP de 1995 prohibiera estas prácticas. Los costos de mantenimiento de reservas internacionales netas (RIN) (el diferencial de tasas de interés entre los títulos de esterilización del BCP y los rendimientos de las RIN) también han contribuido a las pérdidas del BCP, aunque en menor grado. En consecuencia, las medidas de política monetaria han quedado en algunas ocasiones detrás del ciclo económico subyacente.

**Las diferencias en la velocidad de la recuperación económica con respecto a las economías avanzadas plantean desafíos específicos para el BCP, dado que las tasas de política monetaria divergentes agravan las presiones sobre su hoja de balance.** Coincidiendo con las tendencias regionales y en respuesta a las presiones inflacionarias, el BCP ha puesto en marcha apropiadamente un ciclo de contracción monetaria, elevando las tasas de sus instrumentos de esterilización (LRM) de cerca de cero a 8,0 por ciento-9,0 por ciento durante los últimos 12 meses. Dado que las tasas de interés de las monedas de reserva se mantienen bajas, se proyecta que los costos de mantenimiento de RIN del BCP y de los activos internos que no generan rendimientos aumentarán sustancialmente en 2011 y posiblemente en los años siguientes. La resolución de los problemas pendientes con respecto a la hoja de balance del BCP es esencial respaldar la credibilidad de la política monetaria y aumentar su eficacia.



**La Ley de recapitalización del BCP se aprobó en abril de 2010, y el Ministerio de Hacienda y el BCP están trabajando en su implementación.** La ley autoriza al Ministerio de Hacienda a emitir y transferir al BCP títulos valores por un monto de hasta 6,25 por ciento del PIB de 2009 (4.419 millones de guaraníes, cifra equivalente a alrededor de US\$1.000 millones). A cambio, se extinguirán los créditos en mora frente a entidades públicas, y se transferirán al Ministerio de Hacienda los créditos en mora en guaraníes de terceros contra el BCP. Las tasas de interés y los vencimientos de los bonos transferidos serán definidos conjuntamente por el BCP y el Ministerio de Hacienda. Ambas instituciones están trabajando actualmente en la definición de las condiciones financieras de la transferencia.

**Además de la necesidad de implementar la ley de manera efectiva y lo antes posible, para garantizar el éxito de la operación de recapitalización, los bonos deberán tener ciertas características:**

- Los títulos valores deben ser negociables y definirse de conformidad con los términos de los títulos de tesorería existentes que se transan en el mercado, con un vencimiento máximo de cinco años. Esto es necesario para que el BCP pueda utilizar estos títulos como garantía para las operaciones de reporto pasivo dentro del sistema financiero.
- El BCP deberá garantizar el refinanciamiento de los títulos valores a su vencimiento. Las fechas de refinanciamiento deberán establecerse a intervalos de tiempo discretos, para evitar la acumulación de refinanciamientos en una fecha determinada.

La transferencia podría escalonarse conforme a un calendario estricto y creíble, para facilitar la inclusión de los pagos de intereses sobre los títulos valores en el presupuesto del gobierno central.

<sup>1</sup> Cluj, Ulrico y Peter Stella (2008), "Central Bank Financial Strength and Policy Performance: An Econometric Evaluation", IMF Working Paper 08/1



### Recuadro 4. Evaluación del tipo de cambio

**Metodologías del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER, por sus siglas en inglés).** Al mes de diciembre de 2010, el tipo de cambio efectivo real (TCER) se mantuvo en general en un nivel compatible con los fundamentos económicos, según los métodos estándar del CGER. El promedio de las tres metodologías parece indicar una leve sobrevaluación, en contraste con la evaluación en el momento en que se llevó a cabo la consulta del Artículo IV de 2010, que indicó una pequeña subvaluación.

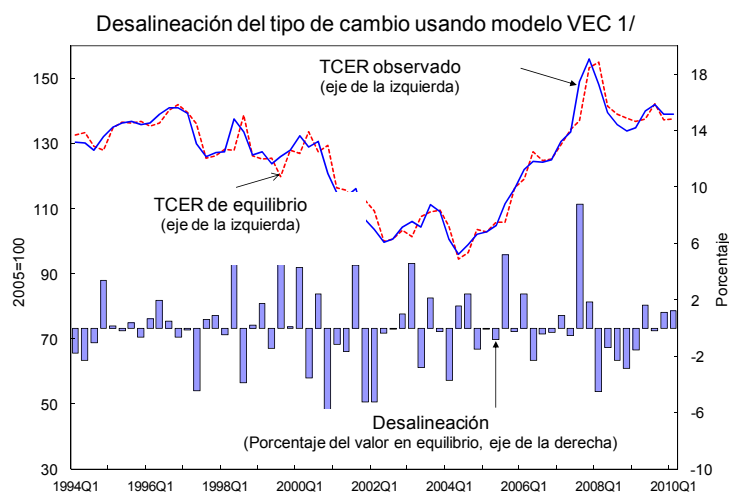
Desalineación del TCER con respecto a su nivel de equilibrio  
(Porcentaje)

	Art IV 2010	Art IV 2011
I. Enfoque del balance macroeconómico	-5.5	-1.8
II. Enfoque de sostenibilidad externa	-1.9	3.2
III. Enfoque del TCER de equilibrio 1/	2.9	1.4
IV. Modelo de vector de corrección de errores		1.2
Desalineación, enfoque CGER (promedio I-III)	-1.5	0.9
Desalineación, TCER (promedio I-IV)		1.0

Fuentes: *Word Economic Outlook* y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Considera promedio histórico del TCER para 2004-2010.

**Modelo VEC específico del país.** El personal técnico también estimó un modelo de vector de corrección de errores (VEC, por sus siglas en inglés) para Paraguay, utilizando datos trimestrales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 2010. La especificación del modelo incluye el crecimiento de la productividad relativa, la apertura comercial, los términos de intercambio, los activos externos netos, un diferencial de tasas de interés y el consumo público. El análisis muestra una relación de cointegración entre el tipo de cambio efectivo real, el crecimiento de la productividad relativa y los activos externos netos. Los resultados del modelo son muy similares a los de la metodología del tipo de cambio de equilibrio del CGER, y sugieren una pequeña sobrevaluación al final de 2010. El modelo indica que el rápido aumento que experimentó en 2004-08 el tipo de cambio real de equilibrio en Paraguay refleja el fortalecimiento de la posición internacional neta y la evolución positiva de la productividad. La disminución posterior del tipo de cambio de equilibrio en el contexto de la crisis mundial parece estar asociada al deterioro de los términos de intercambio y a un shock negativo de la productividad.



### **Recuadro 5. Programa de evaluación del sector financiero (FSAP): Principales recomendaciones**

*En este recuadro se resumen las principales recomendaciones de la actualización del FSAP<sup>1</sup>.*

#### **Solidez y vulnerabilidades de las instituciones financieras**

- Adoptar una definición de coeficiente de capital que se ciña al Acuerdo de Basilea (Basilea I).
- Proceder a la introducción planeada de provisionamiento prospectivo.
- Mejorar el enfoque regulatorio con respecto a las operaciones renovadas, refinanciadas y reestructuradas.

#### **Política monetaria y gestión de la liquidez sistémica**

- Proceder a la recapitalización prevista del Banco Central para garantizar su independencia financiera y operativa y fortalecer su capacidad como prestamista de última instancia.
- Mejorar la capacidad de gestión de liquidez sistémica del BCP.

#### **Sistemas de pagos y liquidación de valores**

- Aprobar el proyecto de ley sobre el sistema de pagos para proporcionar respaldo jurídico al nuevo sistema de pagos.
- Completar la implementación del nuevo sistema de pagos, incluido un sistema de liquidación bruta en tiempo real, un depósito de valores y una cámara de compensación automatizada.

#### **Supervisión del sector financiero**

- Modificar el marco jurídico para que el BCP pueda elaborar y expedir regulaciones prudenciales y actuar con la debida discrecionalidad.
- Revisar el marco jurídico para evitar suspender los efectos de las medidas correctivas del INCOOP durante las apelaciones judiciales y reforzar sus potestades para hacer cumplir las regulaciones.
- Alinear el marco prudencial de las cooperativas con las normas aplicables al sector bancario, en particular en lo concerniente a la adecuación del capital y el provisionamiento para las cooperativas grandes.
- Fortalecer la estructura de gobierno del INCOOP, instituyendo el nombramiento de su Directorio por el Presidente de la República conforme a criterios de idoneidad y capacidad.
- Crear una comisión de todos los reguladores al más alto nivel, con un mandato claro, respaldo técnico y entregas concretas para reforzar la coordinación entre reguladores y mejorar el análisis de estabilidad financiera.

#### **Red de seguridad financiera y marco de resolución de crisis**

- Reforzar el fondo para contingencias del Fondo de Garantía de Depósitos a fin de contar con capacidad suficiente para la resolución de bancos de mediano a gran tamaño.
- Establecer un mecanismo de asistencia de liquidez para las cooperativas a fin de garantizar una asistencia de liquidez de emergencia eficaz y oportuna.
- Establecer un sistema de garantía de depósitos para las cooperativas a fin de reforzar la confianza del público en este sector.

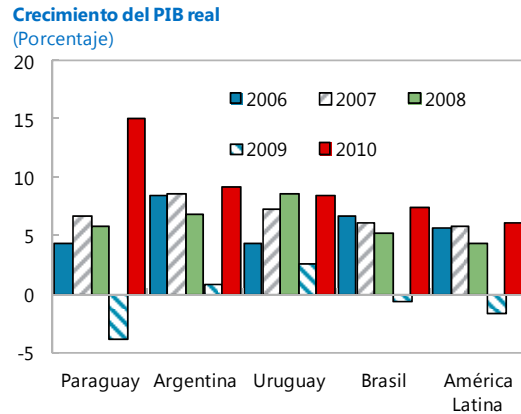
<sup>1</sup> La misión de actualización del FSAP se llevó a cabo en noviembre de 2010, y el documento de Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero (Country Report No. 11/198) se consideró en el Directorio en forma individual y por aprobación tácita sin necesidad de reunión en mayo de 2011.

**Gráfico 1** Paraguay: Evolución del sector real

Después de contraerse en 2009, la economía repuntó fuertemente en 2010, creciendo al 15 por ciento. La recuperación fue impulsada por una cosecha récord, un entorno externo más favorable y el continuo estímulo monetario. Las presiones de exceso de demanda y el aumento de los precios de las materias primas han dado lugar a un incremento significativo de la inflación.

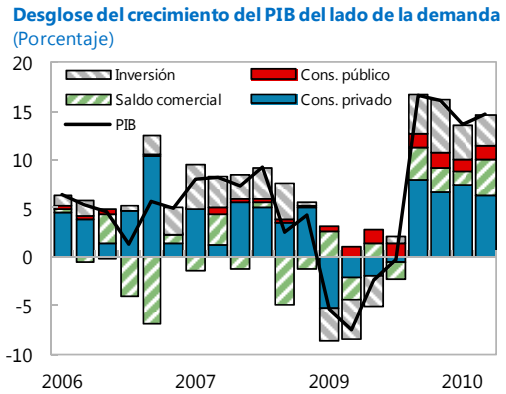
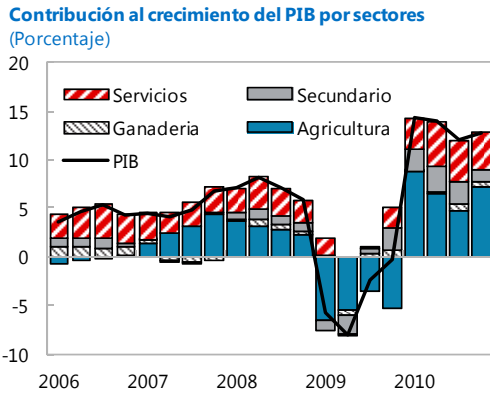
La economía se recuperó rápidamente en 2010 tras la recesión de 2009.

El repunte del crecimiento en Paraguay fue mucho más fuerte que en los demás países de la región...



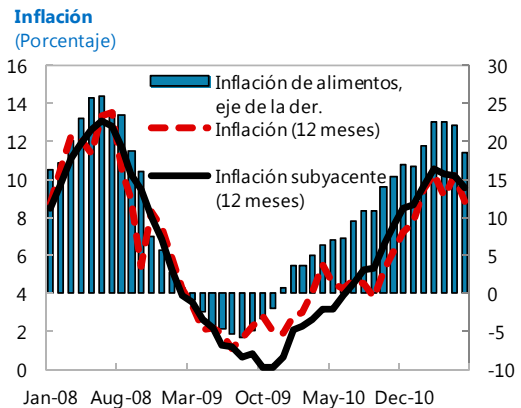
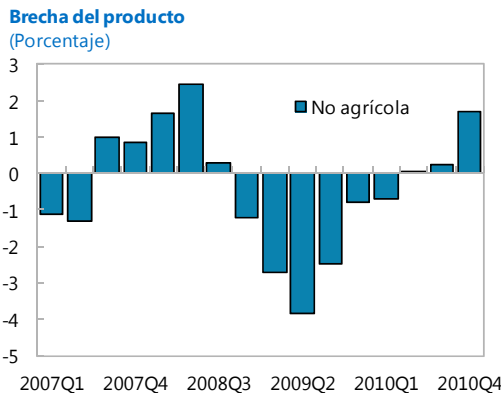
...reflejando una vigorosa expansión de la agricultura y los servicios...

...y un crecimiento muy rápido de la demanda interna.



La brecha del producto se cerró a mediados de 2010...

...lo que, junto el rápido aumento de los precios de los alimentos, ha dado lugar a un considerable aumento de la inflación.



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

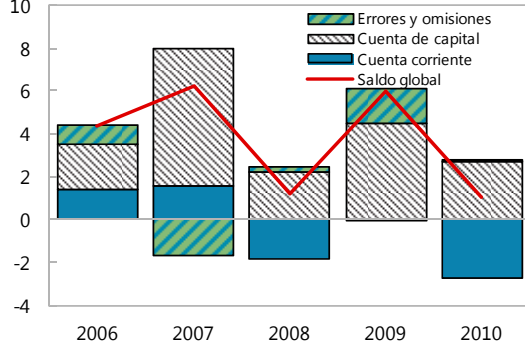
**Gráfico 2 Paraguay: Evolución de la balanza de pagos**

Las importaciones se recuperaron fuertemente en 2010, impulsadas por un rápido crecimiento de la demanda interna, lo que contrarrestó el amplio repunte de las exportaciones y dio lugar a un debilitamiento de la cuenta corriente. Sin embargo, la gran afluencia de capitales privados permitió al Banco Central seguir acumulando reservas.

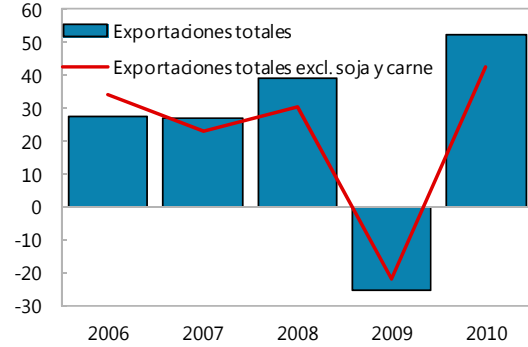
El déficit en cuenta corriente se amplió en 2010...

...a pesar de un fuerte repunte de las exportaciones.

**Balanza de pagos**  
(Porcentaje del PIB)



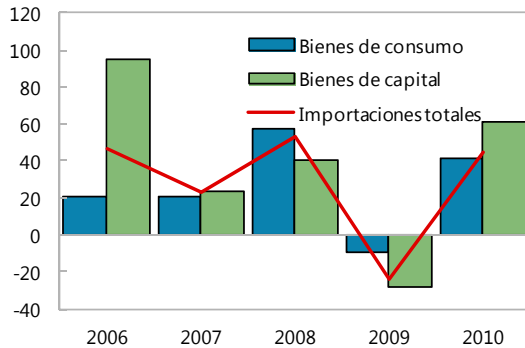
**Exportaciones**  
(Tasa de crecimiento interanual)



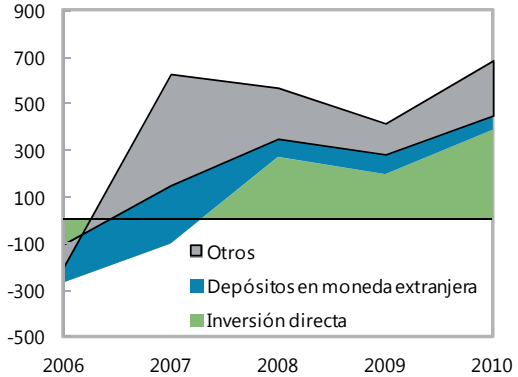
Las importaciones crecieron vigorosamente en un contexto de una fuerte demanda interna, especialmente de la inversión.

La IED y otros flujos de capital privado aumentaron considerablemente...

**Importaciones**  
(Tasa de crecimiento interanual)



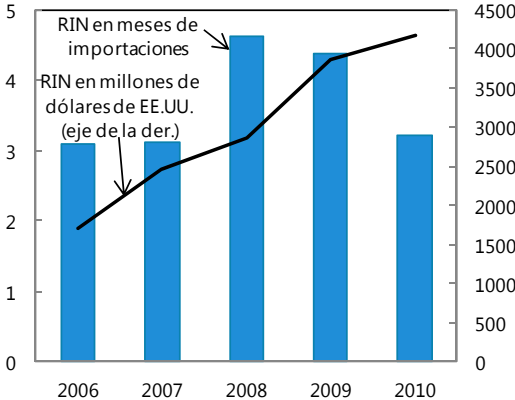
**Entradas netas de capital privado**  
(Millones de dólares de EE.UU.)



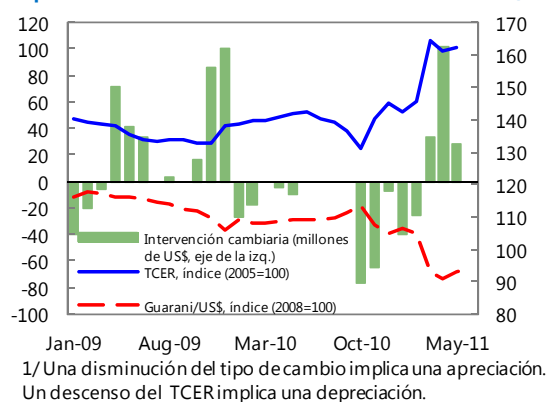
...lo que permitió una mayor acumulación de reservas, aunque la cobertura de importaciones siguió reduciéndose.

El guaraní se fortaleció considerablemente durante los últimos 12 meses.

**Reservas internacionales netas**



**Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario 1/**



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

1/ Una disminución del tipo de cambio implica una apreciación. Un descenso del TCER implica una depreciación.

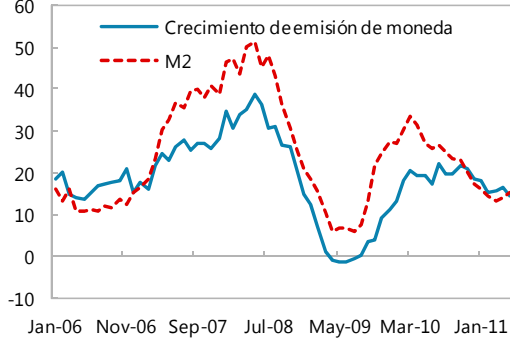
**Gráfico 3 Evolución monetaria**

Las autoridades comenzaron a retirar muy lentamente el estímulo monetario proporcionado durante la crisis mundial, lo que resultó en una política monetaria procíclica en 2010. El crecimiento del crédito se aceleró fuertemente, generando presiones de exceso de demanda y un importante aumento de la inflación, que ahora se ubica muy por encima del rango meta del BCP.

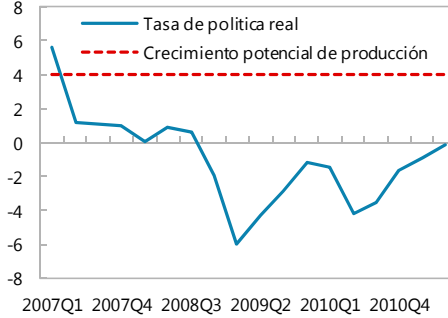
El crecimiento de los agregados monetarios se ha venido moderando pero sigue siendo relativamente alto.

La tasa de política monetaria se ha elevado sustancialmente, pero sigue siendo negativa en términos reales.

**Agregados monetarios**  
(Crecimiento interanual)



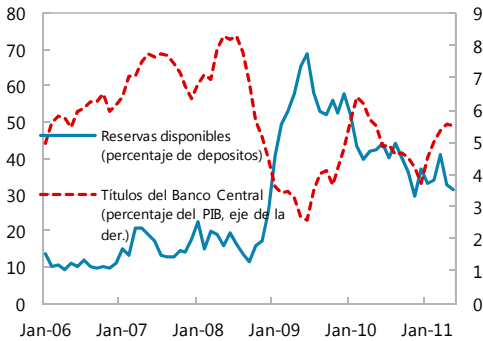
**Tasa real de política y brecha del producto**  
(Porcentaje)



Dadas las tasas de política monetaria más elevadas, el BCP ha podido retirar liquidez en los últimos meses...

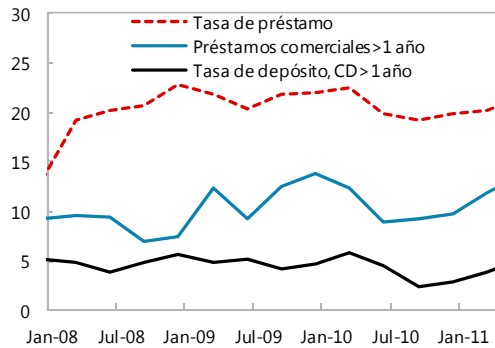
...pero las tasas de interés de mercado solo se han incrementado moderadamente....

**Títulos del Banco Central y reservas disponibles en el BCP**



**Tasas de interés reales domésticas**

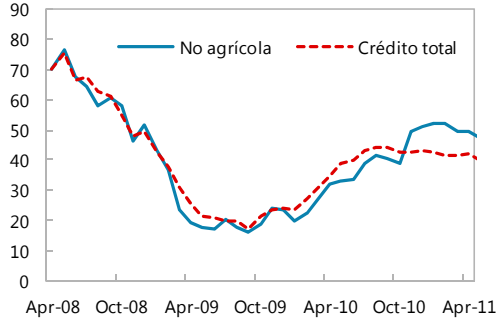
(Todas las tasas son promedios ponderados por madurez)



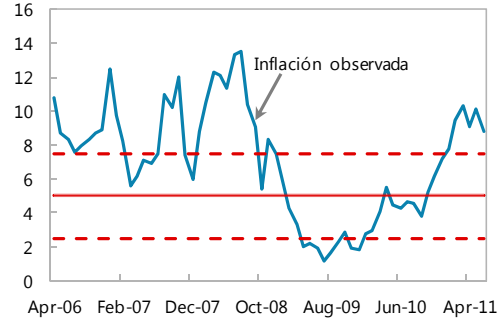
... y el crecimiento del crédito sigue siendo muy elevado.

En este contexto, la inflación ha aumentado considerablemente, ubicándose fuera del rango meta del BCP.

**Crecimiento del crédito**  
(Interanual)



**Inflación**  
(Porcentaje)



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

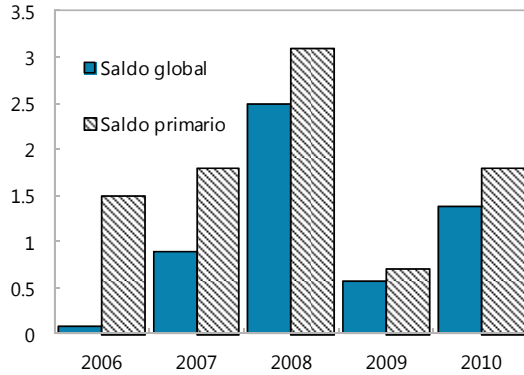
**Gráfico 4 Paraguay: Evolución fiscal**

La política fiscal mostró un tono anticíclico en 2010. El crecimiento del gasto primario real se redujo fuertemente, mientras que el crecimiento de los ingresos fiscales se aceleró, impulsado por una vigorosa demanda interna y las mejoras en la administración tributaria. Con las cuentas fiscales en superávit, la deuda pública siguió su tendencia descendente.

Los saldos fiscales mejoraron considerablemente en 2010...

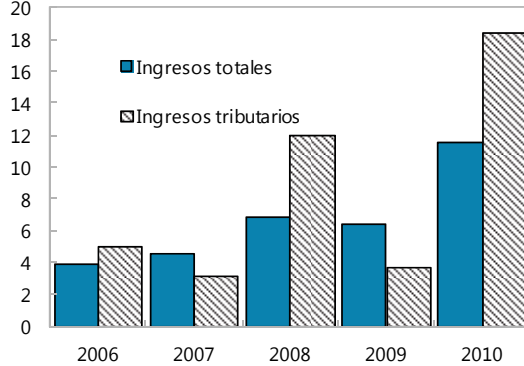
... lo que dio lugar al retiro de una parte importante del estímulo proporcionado en 2009.

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



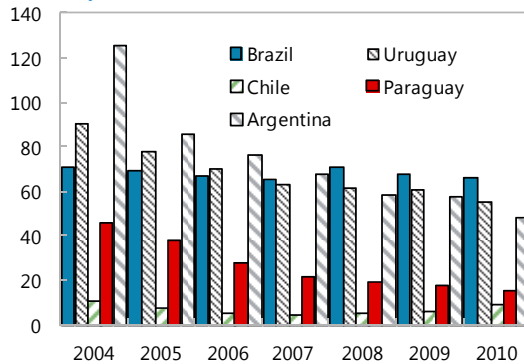
Los ingresos fiscales aumentaron fuertemente, en particular los ingresos tributarios...

**Crecimiento del ingreso real**  
(Crecimiento interanual)



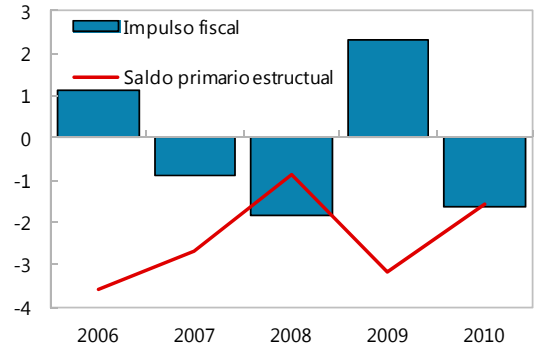
La deuda pública siguió disminuyendo en 2010 y se mantiene en un nivel bajo comparado con los niveles regionales.

**Deuda pública**  
(Porcentaje del PIB)



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

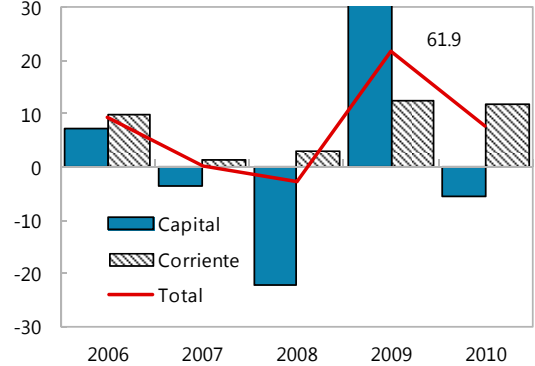
**Balace primario estructural e impulso fiscal 1/**  
(Porcentaje del PIB potencial no agrícola)



1/ Excluye las regalías eléctricas y donaciones.

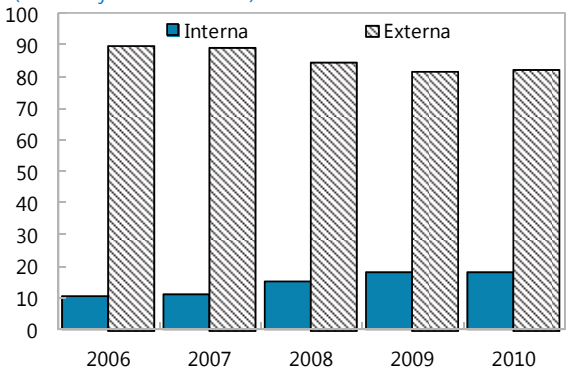
... mientras que el gasto primario real se desaceleró, debido a una reducción del gasto de capital.

**Crecimiento del gasto primario real**  
(Crecimiento real interanual)



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

**Composición de Deuda Pública**  
(Porcentaje de deuda total)

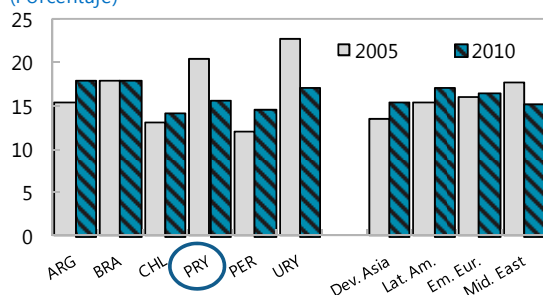


**Gráfico 5** Paraguay: Indicadores del sistema bancario desde una perspectiva internacional 1/

Los niveles de capital se mantienen sólidos en general, y son comparables en términos generales con los niveles regionales

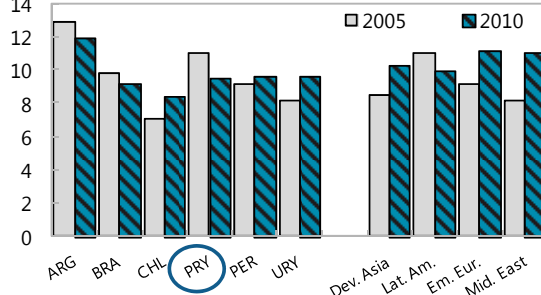
**Capital regulador/activos ponderados por riesgo**

(Porcentaje)



**Capital bancario/activos**

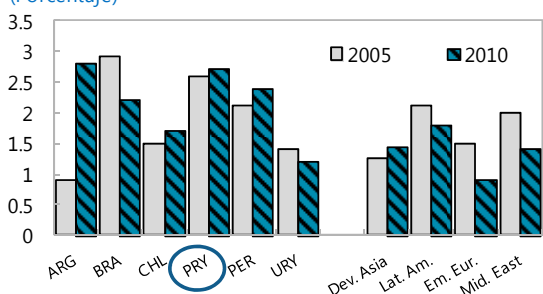
(Porcentaje)



El nivel de utilidades se encuentra entre los más elevados de la región

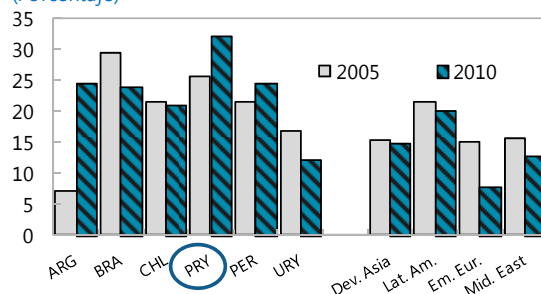
**Rendimiento de los activos**

(Porcentaje)



**Rendimiento del capital**

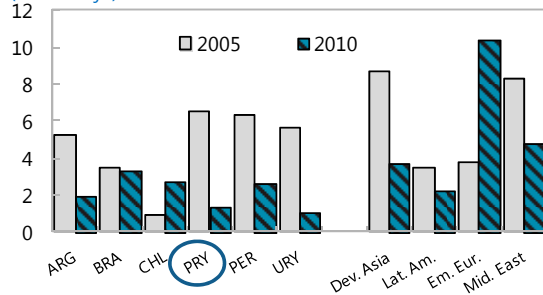
(Porcentaje)



El coeficiente de préstamos en mora es bajo pero el nivel de dichos préstamos ha crecido rápidamente; el nivel de provisiones se encuentra entre los más bajos de la región

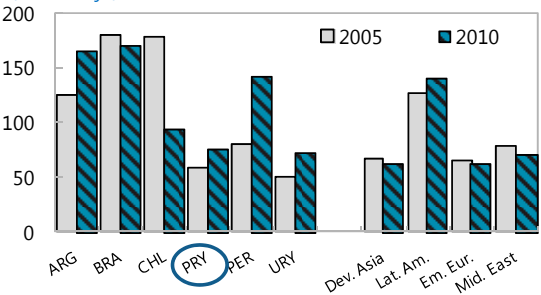
**Préstamos en mora/total de préstamos**

(Porcentaje)



**Provisiones/préstamos en mora**

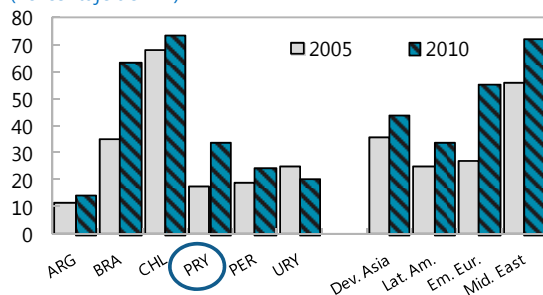
(Porcentaje)



El crédito al sector privado se ha equiparado con los niveles regionales y ha seguido creciendo vigorosamente

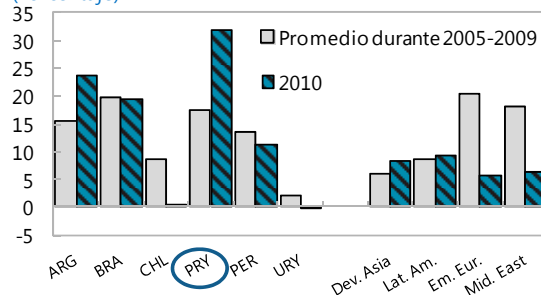
**Crédito al sector privado no financiero**

(Porcentaje del PIB)



**Crecimiento del crédito real al sector privado no financiero**

(Porcentaje)



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

1/ Los agregados regionales corresponden a valores medianos.

Cuadro 1. Paraguay: Indicadores económicos seleccionados

I. Indicadores demográficos y sociales						
Población 2010 (millones)	6.5			Índice de Gini (2009/2010)	53.2	
Tasa de desempleo (2010)	6.1			Esperanza vida al nacer (2010)	72.3	
Porcent.población por debajo de línea de pobreza (2009)	35.1			Tasa de analfabet. adultos (2008)	5.4	
Posición Índice de desarrollo PNUD (2010)	96 of 169			PIB per cápita (US\$, 2010)	2,875.1	
II. Indicadores económicos						
	2007	2008	2009	2010	Proy. 2011	2012
(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)						
Ingreso y precios						
PIB real	6.8	5.8	-3.8	15.0	6.7	5.5
PIB nominal	17.7	19.7	-4.0	19.5	14.2	12.3
Crecimiento del ingreso per cápita real	4.7	3.8	-5.7	12.8	4.6	3.4
Precios al consumidor (fin de período)	5.9	7.5	1.9	7.2	9.8	7.3
Sector monetario						
Emisión monetaria	28.3	15.0	11.3	18.5	13.5	15.0
Crédito al sector privado	46.2	49.3	24.1	42.9	33.6	27.9
Pasivos frente al sector privado	33.3	30.8	26.7	26.1	24.0	22.1
Sector externo						
Exportaciones (f.o.b.)	27.7	38.8	-25.3	43.2	19.4	4.9
Importaciones (c.i.f.)	22.5	44.0	-22.0	43.1	21.5	6.9
Términos de intercambio	13.6	38.9	-19.1	6.7	4.5	-3.0
Tipo de cambio efectivo real 1/	11.0	16.3	-7.4	2.8	...	...
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)						
<b>Cuenta corriente</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.8</b>	<b>-4.0</b>
Saldo comercial	-4.4	-6.3	-7.6	-8.4	-9.2	-9.0
Exportaciones	46.0	46.1	40.9	45.3	44.7	39.0
Registradas	23.0	26.4	22.3	24.6	25.7	22.4
No registradas	22.9	19.7	18.7	20.6	19.0	16.6
Importaciones	50.3	52.4	48.6	53.7	54.0	48.0
De las cuales: Importaciones de petróleo	5.9	7.7	6.5	5.8	6.9	6.0
Otros (export. e import.servicios, ingreso, transferenc. corr.)	5.9	4.4	7.6	5.7	5.0	4.2
De los cuales: Remesas	3.1	2.5	3.7	2.9	2.6	2.3
<b>Cuenta de capital y cuenta financiera</b>	<b>6.5</b>	<b>3.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>7.4</b>	<b>5.0</b>
Gobierno general	-1.1	0.1	1.5	0.7	0.3	-0.1
Sector privado	7.6	3.4	2.9	3.7	7.1	5.1
Del cual: Inversión directa	1.6	1.6	1.4	2.1	3.1	2.5
Errores y omisiones	-1.7	0.4	1.6	0.0	0.0	0.0
<b>Reservas internacionales netas (millones de dólares de EE.UU.)</b>	<b>2,462</b>	<b>2,864</b>	<b>3,861</b>	<b>4,168</b>	<b>4,968</b>	<b>5,218</b>
(Saldo en meses de importac. de bienes y servic. del próximo año)	3.1	4.6	4.4	3.2	4.5	4.4
(Saldo respecto a la deuda externa a corto plazo total)	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>
<b>Inversión interna bruta</b>	<b>18.0</b>	<b>18.1</b>	<b>15.5</b>	<b>16.9</b>	<b>18.2</b>	<b>19.0</b>
Sector privado	13.4	14.3	10.0	12.2	12.7	13.2
Sector público	4.6	3.7	5.5	4.7	5.5	5.8
<b>Ahorro nacional bruto</b>	<b>19.6</b>	<b>16.2</b>	<b>15.5</b>	<b>14.1</b>	<b>14.4</b>	<b>15.0</b>
Sector privado	13.5	9.7	9.6	8.1	8.5	10.0
Sector público	6.1	6.4	5.8	6.0	5.9	5.0
<b>Ahorro externo (+) Desahorro (-)</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.8</b>	<b>-4.0</b>
<b>Ingresos del gobierno central</b>	<b>17.6</b>	<b>17.3</b>	<b>19.7</b>	<b>19.2</b>	<b>20.3</b>	<b>20.2</b>
De los cuales: Ingresos tributarios	11.4	11.8	13.0	13.5	14.2	14.2
<b>Gastos del gobierno central</b>	<b>16.7</b>	<b>14.8</b>	<b>19.1</b>	<b>17.8</b>	<b>19.8</b>	<b>20.7</b>
De los cuales: Sueldos y salarios	7.1	7.1	8.6	8.2	8.3	8.8
Transferencias	3.8	3.5	4.2	3.8	4.4	4.5
Gasto de capital	3.7	2.7	4.6	3.8	4.7	5.0
<b>Saldo primario del gobierno central</b>	<b>1.8</b>	<b>3.1</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.1</b>
<b>Saldo global del gobierno central</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.5</b>
<b>Deuda pública consolidada (porcentaje del PIB)</b>	<b>28.2</b>	<b>23.2</b>	<b>23.0</b>	<b>19.1</b>	<b>18.0</b>	<b>16.1</b>
De la cual: Externa	19.9	16.8	15.3	13.2	10.6	8.9
Interna	1.9	2.2	2.7	2.2	2.2	2.3
LRM 2/	6.4	4.2	5.0	3.7	5.2	4.9
<b>Partidas informativas:</b>						
PIB (miles de millones de guaraníes)	61,512	73,622	70,705	84,523	96,498	108,389
PIB (millones de dólares de EE.UU.)	12,222	16,905	14,216	18,407	22,251	26,763

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

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

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



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

	2007	2008	2009	Prel.	Proyecciones	
				2010	2011	2012
	(Miles de millones de guaraníes)					
<b>Ingresos totales</b>	<b>10,837</b>	<b>12,748</b>	<b>13,915</b>	<b>16,247</b>	<b>19,636</b>	<b>21,850</b>
Ingresos tributarios	7,019	8,656	9,208	11,406	13,672	15,359
Impuestos sobre la renta	1,229	1,381	2,140	2,096	2,441	2,744
Impuestos selectivos	1,310	1,555	1,398	1,778	2,063	2,427
Impuesto al valor agregado	3,318	4,313	4,128	5,908	7,153	8,195
Derechos de importación	853	1,055	977	1,526	1,752	1,766
Otros	309	351	565	99	263	227
Ingresos no tributarios 1/	3,794	4,064	4,705	4,837	5,959	6,486
De los cuales: Contrib. sist. públ. de pens.	752	907	1,014	1,141	1,206	1,368
Itaipú-Yacretá	2,042	1,872	2,267	1,952	2,411	2,633
Ingresos de capital	25	28	2	5	5	5
<b>Gastos corrientes:</b>	<b>7,964</b>	<b>8,963</b>	<b>10,608</b>	<b>11,869</b>	<b>14,625</b>	<b>16,958</b>
Sueldos y salarios	4,360	5,216	6,079	6,951	8,034	9,542
Bienes y servicios	704	713	1,055	1,285	1,854	2,022
Pagos de intereses	515	449	443	353	461	435
Transferencias	2,366	2,557	2,966	3,220	4,205	4,905
De las cuales: Pensiones y prestaciones	1,264	1,370	1,475	1,503	2,051	2,287
Otros	19	28	65	61	70	54
<b>Gastos de capital y préstamos netos</b>	<b>2,280.3</b>	<b>1,954</b>	<b>3,246</b>	<b>3,204</b>	<b>4,521</b>	<b>5,469</b>
Formación de capital	1,514	1,237	2,080	2,265	2,990	3,260
De la cual: Préstamos netos	-33	-14	50	77	177	141
Transferencias de capital y otras transf.	799	732	1,116	862	1,355	2,068
Discrepancia estadística 2/	-46	1	0	0	0	0
<b>Saldo global</b>	<b>547</b>	<b>1,831</b>	<b>399</b>	<b>1,174</b>	<b>490</b>	<b>-578</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>-547</b>	<b>-1,830</b>	<b>-399</b>	<b>-1,417</b>	<b>-490</b>	<b>578</b>
Deuda externa (aumento +)	-207	-334	42	247	262	-98
Desembolsos	724	495	1,136	1,193	0	652
Amortizaciones	932	829	1,094	946	1,070	750
Bonos internos (aumento +)	186	23	396	7	607	405
Crédito neto del sistema bancario	-832	-1,478	-980	-1,833	0	271
Otros	307	-93	142	162	-25	0
	(Porcentaje del PIB)					
<b>Ingresos totales</b>	<b>17.6</b>	<b>17.3</b>	<b>19.7</b>	<b>19.2</b>	<b>20.3</b>	<b>20.2</b>
Ingresos tributarios	11.4	11.8	13.0	13.5	14.2	14.2
Impuestos sobre la renta	2.0	1.9	3.0	2.5	2.5	2.5
Impuestos selectivos	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2
Impuesto al valor agregado	5.4	5.9	5.8	7.0	7.4	7.6
Derechos de importación	1.4	1.4	1.4	1.8	1.8	1.6
Otros	0.5	0.5	0.8	0.1	0.3	0.2
Ingresos no tributarios 1/	6.2	5.5	6.7	5.7	6.2	6.0
De los cuales: Contrib. sist. públ. de pens.	1.2	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3
Itaipú-Yacretá	3.3	2.5	3.2	2.3	2.5	2.4
Ingresos de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Gastos corrientes:</b>	<b>12.9</b>	<b>12.2</b>	<b>15.0</b>	<b>14.0</b>	<b>15.2</b>	<b>15.6</b>
Sueldos y salarios	7.1	7.1	8.6	8.2	8.3	8.8
Bienes y servicios	1.1	1.0	1.5	1.5	1.9	1.9
Pagos de intereses	0.8	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4
Transferencias	3.8	3.5	4.2	3.8	4.4	4.5
De las cuales: Pensiones y prestaciones	2.1	1.9	2.1	1.8	2.1	2.1
Otros	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Gastos de capital y préstamos netos</b>	<b>3.7</b>	<b>2.7</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>4.7</b>	<b>5.0</b>
De los cuales: Formación de capital	2.5	1.7	2.9	2.7	3.1	3.0
Préstamos netos	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0
Otros	1.3	1.0	1.6	1.0	1.4	0.1
Discrepancia estadística 2/	-0.1	0.1	0.0	0.0	1.8	0.0
<b>Saldo global</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.5</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>-0.9</b>	<b>-2.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.5</b>
Deuda externa (aumento +)	-0.3	-0.5	0.1	0.3	0.3	-0.1
Bonos internos (aumento +)	0.3	0.0	0.6	0.0	0.7	0.7
Crédito neto del sistema bancario	-1.4	-2.0	-1.4	-2.2	0.0	0.4
Otros	0.5	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2
<b>Partidas informativas:</b>						
Saldo primario	1.8	3.1	0.7	1.8	1.0	-0.1
PIB (miles de millones de guaraníes)	61,512	73,622	70,705	84,523	96,498	108,389
Saldo primario estructural 3/	-2.7	-0.9	-3.2	-1.6	-2.9	-3.9

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

1/ Incluye recaudaciones de las centrales hidroeléctricas binacionales de Itaipú y Yacretá, y donaciones.

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

3/ Excluye las regalías por ventas de electricidad y donaciones.

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

	2007	2008	2009	Prel.	Proyecciones	
				2010	2011	2012
<b>(Miles de millones de guaraníes)</b>						
<b>Ingreso</b>	<b>13,508</b>	<b>15,879</b>	<b>16,950</b>	<b>19,646</b>	<b>22,959</b>	<b>25,663</b>
Ingreso tributario	7,044	8,696	9,245	11,452	13,643	15,401
Ingreso no tributario y donaciones	6,432	7,137	7,547	8,137	9,292	10,245
Ingreso de capital	32	46	158	57	24	17
<b>Gasto corriente</b>	<b>10,191</b>	<b>11,522</b>	<b>13,415</b>	<b>14,910</b>	<b>17,715</b>	<b>20,848</b>
Sueldos y salarios	5,357	6,407	7,455	8,607	9,594	11,453
Bienes y servicios	1,194	1,314	1,896	2,130	2,450	2,896
Pagos de intereses	910	829	585	527	751	851
Transferencias	2,692	2,896	3,372	3,542	4,830	5,541
Otros	38	75	108	104	90	107
<b>Gasto de capital y préstamos netos</b>	<b>2,832</b>	<b>2,757</b>	<b>3,913</b>	<b>4,233</b>	<b>5,416</b>	<b>6,279</b>
<i>De los cuales:</i> Gasto de capital	3,085	3,059	4,479	4,689	5,857	6,776
<b>Saldo primario</b>	<b>2,109</b>	<b>2,848</b>	<b>999</b>	<b>1,718</b>	<b>1,737</b>	<b>42</b>
<b>Superávit de operac. de las empresas públicas</b>	<b>715</b>	<b>689</b>	<b>792</b>	<b>689</b>	<b>1,158</b>	<b>656</b>
Discrepancia estadística 2/	-268	-30	0	0	0	0
<b>Saldo global</b>	<b>931</b>	<b>2,460</b>	<b>414</b>	<b>1,192</b>	<b>986</b>	<b>-809</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>-931</b>	<b>-2,460</b>	<b>-414</b>	<b>-1,192</b>	<b>-986</b>	<b>809</b>
Financiamiento externo neto	-384	-346	22	39	-58	-898
Desembolsos	724	593	22	39	-58	-898
Amortizaciones	1,109	939	1,114	1,154	1,251	898
Financiamiento interno neto	-547	-2,022	-578	-1,301	8,564	1,707
Financiamiento con bonos	186	23	396	7	-192	405
Crédito neto del sistema bancario	-777	-2,261	-1,281	-1,632	8,651	669
<i>Del cual:</i> Crédito neto de los bancos comerc.	56	-840	-496	222	-751	398
Crédito neto del Banco Central	-832	-1,421	-784	-1,854	9,402	271
Financiamiento del déficit cuasifiscal	44	216	306	324	596	633
Otros	0	-93	142	70	-9,492	0
<b>(Porcentaje del PIB)</b>						
<b>Ingreso</b>	<b>22.0</b>	<b>21.6</b>	<b>23.3</b>	<b>23.2</b>	<b>23.8</b>	<b>23.7</b>
Ingreso tributario	11.5	11.8	12.7	13.5	14.1	14.2
Ingreso no tributario y donaciones	10.5	9.7	10.4	9.6	9.6	9.5
Ingreso de capital	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
<b>Gasto corriente</b>	<b>16.6</b>	<b>15.6</b>	<b>18.5</b>	<b>17.6</b>	<b>18.4</b>	<b>19.2</b>
Sueldos y salarios	8.7	8.7	10.3	10.2	9.9	10.6
Bienes y servicios	1.9	1.8	2.6	2.5	2.5	2.7
Pagos de intereses	1.5	1.1	0.8	0.6	0.8	0.8
Transferencias	4.4	3.9	4.6	4.2	5.0	5.1
Otros	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Gasto de capital y préstamos netos</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>5.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.8</b>
<i>De los cuales:</i> Gasto de capital	4.6	3.7	5.4	5.0	5.6	5.8
<b>Superávit de operac. de las empresas públicas</b>	<b>1.2</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
Discrepancia estadística 2/	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Saldo global</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.7</b>
Financiamiento externo neto	-0.6	-0.6	0.0	0.0	0.1	-0.2
Desembolsos	1.2	0.8	1.6	1.4	1.4	0.6
Amortizaciones	1.8	1.3	0.0	1.4	1.3	0.8
Financiamiento interno neto	-0.9	-2.2	-0.8	-1.4	-0.5	1.0
<i>Del cual:</i> Financiamiento del déficit cuasifiscal	0.1	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
Otros	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>Partida informativa:</b>						
Saldo primario	3.0	3.8	1.4	2.0	1.3	0.0

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

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

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

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

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

	2007	2008	2009	Prel. 2010	Proy. 2011
<b>Emisión monetaria</b>	<b>4,326</b>	<b>4,974</b>	<b>5,538</b>	<b>6,564</b>	<b>7,450</b>
Crecimiento	28.3	15.0	11.3	18.5	13.5
<b>Reservas internacionales netas</b>	<b>12,309</b>	<b>14,322</b>	<b>19,304</b>	<b>20,841</b>	<b>24,841</b>
(millones de dólares de EE.UU.)	2,462	2,864	3,861	4,168	4,968
<b>Activos internos netos</b>	<b>-7,983</b>	<b>-9,348</b>	<b>-13,766</b>	<b>-14,278</b>	<b>-17,391</b>
Sector público no financiero neto	91	-1,104	-1,794	-3,326	-4,684
Crédito neto al gobierno central	-260	-1,513	-2,154	-3,721	-5,080
Crédito neto al resto del SPNF	351	408	360	396	396
Crédito neto al sistema bancario	-7,421	-7,540	-10,401	-9,724	-11,230
Encaje legal	-3,051	-3,338	-4,175	-4,854	-5,686
Reservas de libre disponibilidad	-1,019	-1,460	-3,308	-2,131	-1,431
Letras de Regulación Monetaria (LRM) 1/	-3,352	-2,742	-2,918	-2,740	-4,113
Otros	2	0	0	0	0
Otros activos y pasivos (neto)	-653	-703	-1,571	-1,228	-1,477
Capital y reservas	163	-40	355	680	1,276
Otros activos netos 2/	-815	-663	-1,926	-1,908	-2,753
<b>Partidas informativas:</b>					
Saldo total de LRM en circulación 1/	3,907	3,282	3,412	3,137	4,897
Saldo cuasifiscal 3/	-44	-216	-306	-324	-596
Porcentaje del PIB	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.6
Costos de las operac. de política monet.	386	375	140	308	391
Porcentaje del PIB	0.6	0.5	0.2	0.4	0.4

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

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

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

3/ Acumulativo desde el comienzo del año.

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

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

	2007	2008	2009	Prel. 2010	Proy. 2011
<b>I. Banco Central</b>					
<b>Reservas internacionales netas</b>	<b>12,309</b>	<b>14,322</b>	<b>19,304</b>	<b>20,841</b>	<b>24,841</b>
(millones de dólares de EE.UU.)	2,462	2,864	3,861	4,168	4,968
<b>Activos internos netos</b>	<b>-7,983</b>	<b>-9,348</b>	<b>-13,766</b>	<b>-14,278</b>	<b>-17,391</b>
Crédito neto al sector público	91	-1,104	-1,794	-3,326	-4,684
Crédito neto al sistema bancario 1/	-4,069	-4,798	-7,483	-6,985	-7,117
Valores del banco central	-3,907	-3,282	-3,412	-3,137	-4,897
Otros	-98	-163	-1,077	-831	-693
<b>Emisión monetaria</b>	<b>4,326</b>	<b>4,974</b>	<b>5,538</b>	<b>6,564</b>	<b>7,450</b>
<b>II. Panorama monetario 2/</b>					
<b>Activos externos netos</b>	<b>13,240</b>	<b>15,861</b>	<b>20,844</b>	<b>21,829</b>	<b>26,062</b>
(millones de dólares de EE.UU.)	2,648	3,172	4,169	4,366	5,212
<b>Activos internos netos</b>	<b>4,485</b>	<b>6,186</b>	<b>6,286</b>	<b>11,855</b>	<b>15,488</b>
Crédito al sector público	-1,675	-3,265	-5,143	-6,732	-7,950
Crédito al sector privado	10,223	15,264	18,941	27,073	36,167
Otros	-4,063	-5,813	-7,511	-8,486	-12,729
<b>Liquidez en sentido amplio (M4)</b>	<b>17,725</b>	<b>22,047</b>	<b>27,130</b>	<b>33,684</b>	<b>41,550</b>
Bonos y valores emitidos	0	110	174	362	399
Otros pasivos monetarios	82	55	121	159	207
Valores del Banco Central frente al sector priv.	555	540	494	397	784
<b>Liquidez en sentido amplio (M3)</b>	<b>17,088</b>	<b>21,343</b>	<b>26,341</b>	<b>32,764</b>	<b>40,161</b>
Depósitos en moneda extranjera	6,000	7,929	9,237	12,675	17,111
<b>Dinero y cuasidinero (M2)</b>	<b>11,088</b>	<b>13,413</b>	<b>17,104</b>	<b>20,090</b>	<b>23,050</b>
Cuasidinero	2,339	3,884	4,961	6,113	7,022
Dinero (M1)	8,749	9,529	12,144	13,976	16,028
<b>(Variación porcentual anual)</b>					
M0 (base monetaria)	28.3	15.0	11.3	18.5	13.5
Crédito al sector privado	46.3	49.3	24.1	42.9	33.6
M1	38.2	8.9	27.4	15.1	14.7
M2	38.6	21.0	27.5	17.5	14.7
M3	31.4	24.9	23.4	24.4	22.6
De la cual: Depósitos en moneda extranjera	20.0	32.1	16.5	37.2	35.0
<b>Partidas informativas:</b>					
Razón depósitos en moneda extranjera/M3 (porcentaje)	35.1	37.2	35.1	38.7	42.6
Razón depósitos en mon. extranj./depósitos del sector privado en bancos (porcentaje)	44.8	45.3	41.6	45.3	49.3

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

1/ Excluye las LRM en poder del sector bancario.

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

Cuadro 6. Paraguay: Balanza de pagos

(Millones de dólares de EE.UU.)

	2007	2008	2009	Prel. 2010	Proyecciones	
					2011	2012
<b>Cuenta corriente</b>	<b>185</b>	<b>-318</b>	<b>-7</b>	<b>-510</b>	<b>-849</b>	<b>-1,083</b>
Balanza comercial	-532	-1,063	-1,085	-1,551	-2,057	-2,399
Exportaciones	5,616	7,793	5,819	8,330	9,947	10,439
Registradas	2,817	4,463	3,167	4,534	5,722	5,993
No registradas	2,799	3,330	2,652	3,796	4,225	4,446
Importaciones	-6,149	-8,856	-6,904	-9,881	-12,004	-12,838
Registradas	-5,630	-8,506	-6,497	-9,400	-11,473	-12,269
<i>De las cuales:</i> Combustibles	-722	-1,308	-920	-1,073	-1,540	-1,608
No registradas	-518	-350	-407	-481	-531	-569
Servicios (netos)	499	558	868	868	1,001	1,153
Transporte	-141	-169	-152	-220	-250	-272
Viajes	-7	-12	76	65	88	126
Otros	646	740	944	1,023	1,163	1,299
Ingreso de factores	-155	-227	-309	-369	-379	-443
Transferencias	373	414	519	542	586	606
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>789</b>	<b>578</b>	<b>633</b>	<b>814</b>	<b>1,649</b>	<b>1,333</b>
Gobierno general	-140	9	218	128	60	-24
Desembolsos	153	142	231	260	307	161
Amortización	-184	-185	-220	-206	-247	-185
Otros	-109	53	207	74	0	0
Sector privado 1/	929	568	415	686	1,589	1,357
Inversión directa	199	272	198	390	700	680
Depósitos en moneda extranjera	251	77	84	60	-217	-187
Otros	479	220	134	237	1,106	864
Errores y omisiones	<b>-212</b>	<b>61</b>	<b>229</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Saldo global</b>	<b>762</b>	<b>321</b>	<b>855</b>	<b>308</b>	<b>800</b>	<b>250</b>
Reservas internacionales netas (aumento -)	-759	-402	-996	-308	-800	-250
Financiamiento excepcional	-2	81	142	0	0	0
Diferimiento (+)/regularización (-) de atrasos	-2	81	142	0	0	0
<b>Partidas informativas:</b>						
Cuenta corriente, porcentaje del PIB	1.5	-1.9	-0.1	-2.8	-3.8	-4.0
Reservas brutas (millones de dólares EE.UU.)	2,462	2,864	3,861	4,168	4,968	5,218
(meses de importaciones de BSNF)	3.1	4.6	4.4	3.2	4.5	4.4
Deuda pública externa en porcentaje del PIB 2/	19.9	19.3	17.6	15.1	12.1	10.2
Servicio deuda en porcent. exportac. de BSNF	5.2	2.9	5.0	3.3	2.9	2.6
Volumen de exportación (variación porcentual)	5.9	-15.7	-12.1	26.0	6.8	5.9
Volumen de importación (variación porcentual)	15.4	21.5	-15.8	34.4	7.1	6.6
Términos de intercambio (variación porcentual)	13.6	38.9	-19.1	6.7	4.5	-3.0

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

1/ Incluye empresas públicas y binacionales.

2/ Basada en la valoración del PIB al tipo de cambio promedio.

Cuadro 7 Paraguay: Indicadores de vulnerabilidad externa

<b>(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)</b>					
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Indicadores monetarios y financieros</b>					
Dinero en sentido amplio (M3), variación porcentual 1/	14.8	31.5	24.9	23.4	24.4
Crédito al sector privado, (variación porcentual ) real 1/	3.5	38.2	38.9	21.8	33.4
Proporción préstamos en mora del total de préstamos (porcent.) 2/	3.3	1.3	1.1	1.6	1.3
Tasa de interés real de los préstamos internos (promedio)	15.4	20.8	19.7	25.7	25.9
Rendimiento de las letras del Banco Central, real	0.8	-2.3	-5.0	0.3	0.2
Reservas internacionales (millones de dólares de EE.UU.)	1,703	2,462	2,864	3,861	4,168
Pasivos exter. corto pl. del Banco Central (millon. dólares EE.UU.)	0.0	0.3	0.0	1.2	0.0
<b>Indicadores externos</b>					
Exportaciones de bienes (variación porcentual)	31.3	27.7	38.8	-25.3	43.2
Importaciones de bienes (variación porcentual)	31.7	22.5	44.0	-22.0	43.1
Términos de intercambio (variación porcentual)	-15.0	13.6	38.9	-19.1	6.7
Tipo de cambio efectivo real (variación porcentual)	13.6	11.0	16.3	-7.4	2.8
Cuenta corriente (porcentaje del PIB)	1.4	1.5	-1.9	-0.1	-2.8
Cuenta de capital y financiera (porcentaje del PIB)	2.1	6.5	3.4	4.5	4.4
Inversión extranjera directa neta (porcentaje del PIB)	1.8	1.6	1.6	1.4	2.1
Otra inversión neta (porcentaje del PIB)	0.0	4.6	1.6	2.7	2.1
Deuda externa pública (porcentaje del PIB) 2/	25.4	19.9	19.3	17.6	15.1
Servicio de la deuda (en porcentaje de exportaciones de BSNF)	5.8	5.2	2.9	5.0	3.3
Reservas brutas (millones de dólares de EE.UU.)	1,703	2,462	2,864	3,861	4,168
Meses de importaciones de BSNF	3.1	3.1	4.6	4.4	3.2
Con respecto a la deuda externa a corto plazo 3/	2.7	4.4	2.9	3.5	3.4
Con respecto depósitos en moneda extranj. en bancos nacion.	1.5	1.9	2.1	2.7	2.3

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

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

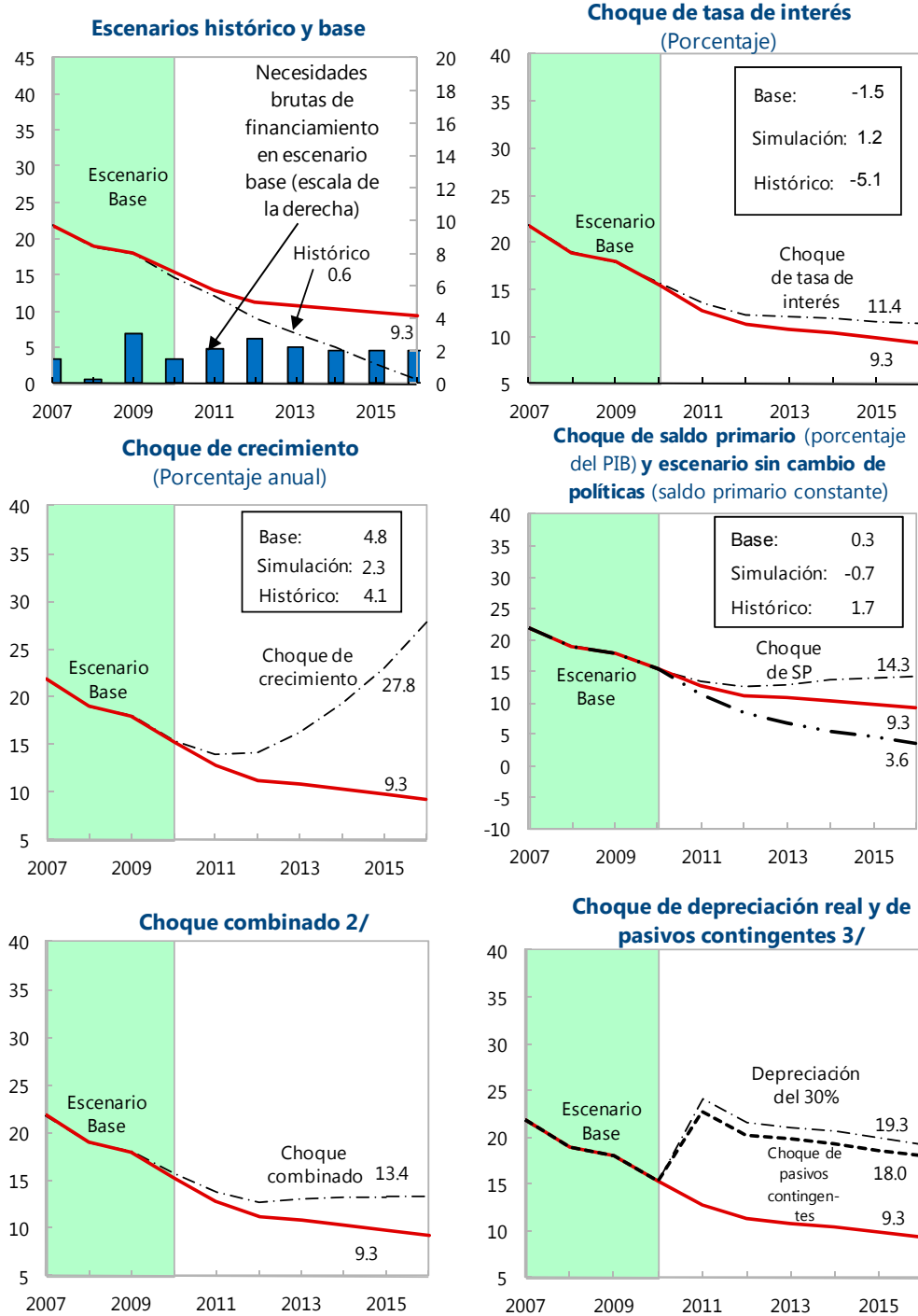
Cuadro 8 Paraguay: Indicadores de solidez financiera del sistema bancario, 2006–11

<b>(Porcentaje, salvo indicación en contrario)</b>						
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 Mayo-2011</b>	
<b>Suficiencia de capital</b>						
Razón capital regulatorio/activos ponderados por riesgo	20.1	16.9	16.3	16.3	15.4	18.3
Razón capital req. nivel 1/activos ponderados por riesgo	14.1	11.6	10.7	11.1	9.1	9.6
<b>Calidad de los activos</b>						
Préstamos en mora/préstamos brutos	3.3	1.3	1.1	1.6	1.3	1.5
Provisiones/préstamos en mora	59.1	78.4	77.7	78.8	74.4	71.9
<b>Ganancias y rentabilidad</b>						
Rendimiento de los activos (después de impuestos)	3.0	2.8	3.2	2.4	2.4	2.7
Rendimiento del capital (después de impuestos)	24.1	25.7	28.4	23.2	22.3	25.9
<b>Liquidez</b>						
Activos líquidos/total activos	43.8	44.3	37.0	41.2	33.5	36.5
Activos líquidos/pasivos a corto plazo	73.0	73.8	70.4	74.0	64.6	72.5
Depósitos de clientes/total depósitos (no interbancarios)	183.5	173.2	150.8	160.3	131.0	133.1
<b>Sensibilidad al riesgo de mercado</b>						
Exposición cambiaria neta/capital	19.9	33.3	12.7	-1.2	4.7	11.2
<b>Distribución de los préstamos por sector 1/</b>						
Agricultura y ganadería	...	36.6	35.7	35.9	32.4	31.8
Industria	...	12.0	11.2	9.3	9.7	9.9
Comercio	...	17.4	19.3	19.6	21.1	20.4
Servicios	...	11.6	10.8	11.5	13.0	12.1
Crédito al consumidor	...	8.4	9.4	10.4	13.1	13.9
Sector financiero	...	14.0	13.5	13.1	10.6	11.7
Otros	...	43.0	43.6	44.3	44.8	44.2
<b>Otros indicadores</b>						
Activos de bancos extranjeros/total activos bancarios	69.5	67.7	64.8	50.4	50.4	50.3
Préstamos denomin. en moneda extranjera/total préstamos	43.8	44.6	42.9	38.5	40.6	41.9
Depósitos denomin. en moneda extranjera/depósitos totales	48.3	43.0	44.4	40.3	42.2	42.7

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

1/ Basada en los datos del registro de créditos.

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



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

1/ Las 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/ 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.

3/ Una depreciación real del 30 por ciento y un choque de pasivos contingentes del 10% del PIB por una sola vez ocurren en 2011, con una depreciación real definida como una depreciación nominal (medida por la caída porcentual del valor en dólares de la moneda local) menos la inflación interna (basada en el deflactor del PIB).



Cuadro A.1. Paraguay: Marco de sostenibilidad de la deuda del sector público, 2007–16

	<b>(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)</b>				<b>Proyecciones</b>					
	<b>2007</b>	<b>Efectivo</b>			<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Escenario base: Deuda del sector público 1/</b>	<b>21.8</b>	<b>19.0</b>	<b>18.0</b>	<b>15.4</b>	<b>12.8</b>	<b>11.3</b>	<b>10.8</b>	<b>10.4</b>	<b>9.8</b>	<b>9.3</b>
<i>De la cual: Denominada en moneda extranjera</i>	21.6	19.0	18.0	15.4	12.8	11.2	10.8	10.4	9.8	9.3
Variación de la deuda del sector público	-5.9	-2.8	-1.0	-2.6	-2.6	-1.6	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5
Flujos identificados que generan deuda (4+7+12)	-7.2	-5.6	-0.6	-3.5	-2.4	-0.7	-0.6	-0.7	-0.4	-0.4
Déficit primario	-2.6	-3.0	-0.9	-1.1	-1.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0
Ingreso y donaciones	32.0	30.7	32.9	31.1	33.5	32.2	32.0	32.3	32.2	32.2
Gasto primario (sin incluir intereses)	29.5	27.7	31.9	30.1	32.5	32.4	32.1	32.1	32.2	32.2
Dinámica de deuda automática 2/	-4.7	-2.6	0.3	-2.5	-1.4	-1.0	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4
Contribución del diferencial tasas de interés/crecimiento 3/	-3.2	-2.9	1.7	-2.5	-1.4	-1.0	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4
<i>De la cual: Contribución de la tasa de interés real</i>	-1.6	-1.8	0.9	-0.2	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
<i>De la cual: Contribución del crecimiento del PIB real</i>	-1.6	-1.1	0.8	-2.3	-0.9	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
Contribución de la depreciación del tipo de cambio 4/	-1.5	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros flujos identificados que generan deuda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ingresos por privatizaciones (negativo)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reconocimiento de pasivos implícitos o contingentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros (especificar; p. ej., recapitalización bancaria)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Residuo, incluidas las variaciones de activos (2–3) 5/	1.4	2.8	-0.4	0.9	-0.2	-0.8	0.2	0.3	-0.1	-0.2
Relación deuda/ingreso del sector público 1/	68.2	61.8	54.7	49.4	38.3	35.0	33.8	32.2	30.5	28.9
<b>Necesidad de financiamiento bruta 6/</b>	<b>1.5</b>	<b>0.2</b>	<b>3.1</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
en miles de millones de dólares de EE.UU.	0.2	0.0	0.4	0.3	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
<b>Simulación con las variables clave en sus promedios históricos 7/</b>					<b>12.2</b>	<b>9.0</b>	<b>6.9</b>	<b>5.0</b>	<b>2.7</b>	<b>0.6</b>
<b>Simulación sin cambio de políticas (saldo primario constante) en 2011–2016</b>					<b>11.4</b>	<b>8.4</b>	<b>6.7</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>
<b>Supuestos macroeconómicos y fiscales clave subyacentes al escenario de referencia</b>										
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	6.8	5.8	-3.8	15.0	6.7	5.5	4.5	4.0	4.0	4.0
Tasa de interés nominal promedio de la deuda pública (porcentaje) 8/	4.1	3.8	4.5	3.2	3.9	4.0	4.5	4.5	4.4	4.6
Tasas de interés real promedio (tasa nom. menos variac. deflactor del PIB, porcent.)	-6.1	-9.3	4.6	-0.7	-3.1	-2.5	-1.3	-1.1	-0.6	-0.3
Apreciación nominal (aumento en térm. de dólar EE.UU. del valor mon. local, porc.)	6.5	-1.4	7.3	0.8	...	...	...	...	...	...
Tasa de inflación (deflactor del PIB, porcentaje)	10.2	13.1	-0.1	3.9	7.0	6.5	5.8	5.6	5.0	4.9
Crecimiento del gasto primario real (deflactado mediante el deflactor del PIB, porc.)	-0.6	-0.5	10.8	8.3	15.3	5.3	3.3	4.2	4.4	4.1
Déficit primario	-2.6	-3.0	-0.9	-1.1	-1.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0

1/ Deuda bruta del sector público no financiero.

2/ Se deriva como  $[(r - p(1+g) - ae(1+r)] / (1+g+p+gp)$  multiplicado por el coeficiente de endeudamiento del período anterior, con  $r$ =tasa de interés;  $p$ =tasa de crecimiento del deflactor del PIB;  $g$ =tasa de crecimiento del PIB real;  $a$ =proporción de la deuda denominada en moneda extranjera, y  $e$ =depreciación del tipo de cambio nominal (medido según el aumento del dólar de EE.UU. en términos de la moneda local).

3/ La contribución de la tasa de interés real se deriva a partir del denominador de la nota al pie 2/ como  $r - p(1+g)$  y la contribución del crecimiento real como  $-g$ .

4/ La contribución del tipo de cambio se deriva del numerador de la nota al pie 2/, como  $ae(1+r)$ .

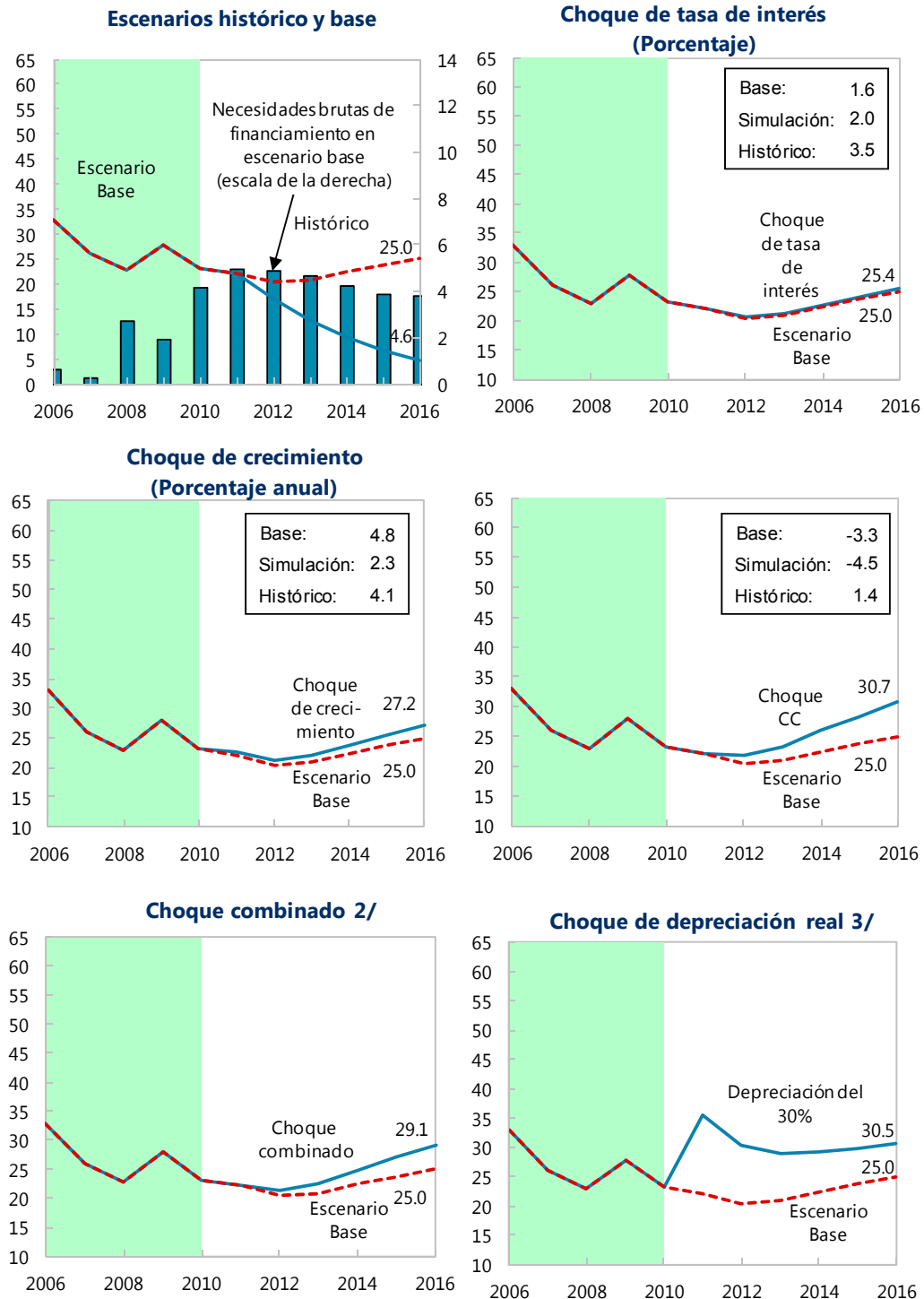
5/ En el caso de las proyecciones, esta línea incluye las variaciones del tipo de cambio.

6/ Se define como el déficit del sector público, más la amortización de la deuda del sector público de mediano y largo plazo, más la deuda de corto plazo al final del período anterior.

7/ Las principales variables incluyen el crecimiento del PIB real, la tasa de interés real y el saldo primario como porcentaje del PIB.

8/ Derivado como gasto en intereses nominales dividido por saldo de la deuda del período anterior.

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



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

1/ Las 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/ 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.

3/ Una depreciación real del 30% por una sola vez ocurre en 2011.

**Cuadro A.2 Paraguay: Marco de sostenibilidad de la deuda externa, 2007–16**

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Efectivo				Proyecciones					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Escenario base: Deuda externa</b>	<b>26.0</b>	<b>22.9</b>	<b>27.9</b>	<b>23.1</b>	<b>22.2</b>	<b>20.4</b>	<b>20.9</b>	<b>22.4</b>	<b>23.7</b>	<b>25.0</b>
Variación de la deuda externa	-6.9	-3.1	5.0	-4.8	-0.9	-1.7	0.5	1.5	1.3	1.3
Flujos identificados que generan deuda externa (4+8+9)	-10.7	-6.4	5.0	-5.5	2.1	2.7	2.7	2.4	2.0	1.9
Déficit en cuenta corriente, sin incluir pagos de intereses	-2.6	1.2	-0.6	2.3	3.4	3.7	3.6	3.2	2.9	2.9
Déficit en balanza de bienes y servicios	0.3	3.0	1.5	3.7	5.2	5.4	5.2	4.8	4.8	4.8
Exportaciones	53.8	52.9	50.8	53.9	52.4	45.8	44.2	44.2	43.9	43.5
Importaciones	54.1	55.9	52.4	57.6	57.6	51.2	49.4	49.0	48.7	48.3
Entradas netas de capital no generadoras de deuda (negativos)	-1.2	-1.1	0.6	-2.0	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
Dinámica de deuda automática 1/	-6.9	-6.5	5.0	-5.9	-0.9	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
Contribución de la tasa de interés nominal	1.0	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Contribución del crecimiento del PIB real	-1.7	-1.1	1.0	-3.2	-1.3	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9
Contribución de las variaciones del tipo de cambio y los precios 2/	-6.2	-6.1	3.3	-3.1	0.0	-2.7	-0.8	-0.1	-0.2	-0.4
Residuo, incluida la variación de los activos externos brutos (2-3) 3/	3.8	3.3	0.0	0.8	-3.1	-4.4	-2.3	-0.9	-0.7	-0.6
Relación deuda externa/exportaciones (porcentaje)	48.3	43.2	54.8	42.9	42.3	44.6	47.3	50.6	53.9	57.4
<b>Necesidad de financiamiento externo bruto (en miles de millones de dólares de EE.UU.) 4/</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>
porcentaje del PIB	0.2	2.7	1.9	4.1	4.9	4.9	4.7	4.2	3.9	3.8
<b>Escenario con variables clave en sus promedios históricos 5/</b>					<b>22.2</b>	<b>17.1</b>	<b>12.7</b>	<b>9.4</b>	<b>6.8</b>	<b>4.5</b>
<b>Supuestos macroeconómicos clave subyacentes al escenario de referencia</b>										
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	6.8	5.8	-3.8	15.0	6.7	5.5	4.5	4.0	4.0	4.0
Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. (variación porcentual)	23.4	30.7	-12.5	12.5	13.3	14.0	4.1	0.5	1.1	1.7
Tasa de interés externa nominal (porcentaje)	4.2	3.6	2.5	2.0	2.1	2.0	1.9	1.6	1.3	1.2
Crecimiento de las exportaciones (en dólares de EE.UU., porcentaje)	26.6	36.0	-19.2	37.2	17.5	5.2	5.0	4.6	4.5	4.9
Crecimiento de las importaciones (en dólares de EE.UU., porcentaje)	22.4	42.9	-21.2	42.4	20.9	7.0	5.0	3.7	4.6	4.9
Saldo en cuenta corriente, sin incluir pagos de intereses	2.6	-1.2	0.6	-2.3	-3.4	-3.7	-3.6	-3.2	-2.9	-2.9
Entradas netas de capital no generadoras de deuda	1.2	1.1	-0.6	2.0	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

1/ Derivada como  $[r - g - r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$  multiplicado por el stock de deuda del período anterior, donde  $r$  = tasa de interés efectiva nominal de la deuda externa;  $r$  = variación del deflactor del PIB interno en dólares de EE.UU.,  $g$  = crecimiento del PIB real,  $e$  = apreciación nominal (aumento en términos de dólar de EE.UU. de la moneda local) y  $a$  = porcentaje de deuda denominada en moneda local de la deuda externa total.

2/ La contribución de las variaciones del tipo de cambio y los precios se define como  $[-r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$  multiplicado por el stock de deuda del período anterior.  $r$  aumenta con la apreciación de la moneda local ( $e > 0$ ) y el aumento de la inflación (basado en el deflactor del PIB).

3/ Para la proyección, la línea incluye el efecto de las variaciones del tipo de cambio y los precios.

4/ Se define como el déficit en cuenta corriente, más la amortización de la deuda a mediano y largo plazo, más la deuda a corto plazo al final del período anterior.

5/ Las variables clave incluyen el crecimiento del PIB real, la tasa de interés nominal, el crecimiento del deflactor del dólar y la cuenta corriente sin incluir intereses y las entradas que no generan deuda como porcentaje de



FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

## ***Nota de Información al Público***

DEPARTAMENTO  
DE RELACIONES  
EXTERNAS

Nota de Información al Público No. ---  
Internacional  
ORIGINAL: INGLÉS  
PARA SU PUBLICACIÓN INMEDIATA  
EE.UU.  
29 de julio de 2011

Fondo Monetario  
700 19<sup>th</sup> Street, NW  
Washington, DC 20431,

### **El Directorio Ejecutivo del FMI concluye la Consulta del Artículo IV con Paraguay correspondiente a 2011**

El 29 de julio de 2011, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV con Paraguay<sup>1</sup>, y consideró la evaluación del personal técnico y coincidió con la misma, sin necesidad de una reunión y de manera ícita.

#### **Antecedentes**

Paraguay sobrellevó bien la crisis mundial, con el apoyo de medidas de política económica apropiadas. La política macroeconómica anticíclica mitigó los efectos de la reducción de la demanda externa. Aunque el PIB se contrajo en 2009, esto obedeció principalmente a una grave sequía. El crecimiento repuntó fuertemente en 2010 y el PIB real creció 15 por ciento, impulsado por una cosecha récord, un fuerte crecimiento del crédito y un entorno externo favorable.

Como resultado del agotamiento de la capacidad ociosa, han surgido presiones de sobrecalentamiento. La inflación aumentó del 2 por ciento en 2009 a 8,7 por ciento en junio de 2011, impulsada por las presiones de exceso de demanda y el alza de precios de las materias primas. A pesar de términos de intercambio muy favorables, en 2010 la cuenta corriente externa registró un déficit de 2,8 por ciento del PIB (comparado con un balance cercano a cero en 2009), debido al muy rápido crecimiento de las importaciones y a la caída de las remesas externas. No obstante, dada la gran afluencia de capitales

---

<sup>1</sup> En virtud del Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI sostiene consultas bilaterales con los países miembros, generalmente cada año. Un equipo de funcionarios visita el país, recoge información económica y financiera y examina con las autoridades nacionales la evolución y las políticas económicas del país. A su regreso a la sede, los funcionarios preparan un informe que sirve como base para las deliberaciones en el Directorio Ejecutivo. Al finalizar estas deliberaciones, el Director Gerente, como Presidente del Directorio, resume las opiniones vertidas por los directores ejecutivos en una exposición sumaria que se transmite a las autoridades del país. Véase en <http://www.imf.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm> una explicación de las expresiones utilizadas en las exposiciones sumarias para reflejar el grado de consenso en el Directorio.

privados (especialmente inversión extranjera directa), el banco central (BCP) siguió acumulando reservas internacionales, que se elevaron a US\$4.200 millones (23 por ciento del PIB) a fines de 2010.

En un contexto de aumento de la inflación y rápido crecimiento del crédito, el BCP comenzó a aplicar una política monetaria más restrictiva a mediados de 2010, incrementando las tasas de interés 775 puntos básicos durante los últimos 12 meses (375 puntos básicos en 2011), partiendo de un nivel cercano a cero. No obstante, las tasas reales de política monetaria siguen siendo negativas, mientras que las tasas activas y pasivas han aumentado solo moderadamente en términos reales. El crecimiento del crédito sigue siendo muy alto (40 por ciento interanual en mayo), especialmente del crédito en moneda extranjera (58 por ciento). El BCP también elevó los requisitos de encaje legal a partir de mayo, llevándolos a los niveles existentes antes de la crisis global.

El BCP ha permitido que el guaraní se aprecie considerablemente en los últimos meses, a la vez que ha intervenido en el mercado cambiario. A fines de mayo, el guaraní se había apreciado más del 10 por ciento frente al dólar de EE.UU. (13 por ciento en términos efectivos reales) en comparación con su nivel a fines de 2010. La apreciación refleja principalmente una mejora de los términos de intercambio, mayores entradas de capitales privados y la liquidación estacional de los ingresos por exportación. El BCP intensificó sus compras en el mercado cambiario en abril para tratar de contener las presiones de apreciación de la moneda, pero al estabilizarse el guaraní, el BCP redujo su intervención en mayo y no intervino en junio.

En 2010 siguió aplicándose una política fiscal anti-cíclica, en tanto que la deuda pública se mantuvo en una trayectoria descendente. El crecimiento real del gasto primario se desaceleró significativamente, mientras que los ingresos tributarios registraron un fuerte aumento ante el dinamismo de la actividad económica y el crecimiento de las importaciones, a lo cual se sumaron las mejoras en la administración tributaria. En términos estructurales, el déficit primario (excluidas las regalías por ventas de electricidad y las donaciones) se redujo en 1,6 por ciento del PIB no agrícola, lo cual implicó el retiro de la mayor parte del estímulo suministrado en 2009. La deuda pública disminuyó más de cuatro puntos porcentuales, al 19 por ciento del PIB.

El sector bancario se mantiene sólido en términos generales. El indicador global de adecuación de capital de los bancos se mantiene por encima del nivel regulatorio, aunque es algo más bajo (alrededor de tres puntos porcentuales) si se aplican las definiciones de Basilea I. El coeficiente de préstamos en mora es bajo (1,5 por ciento en mayo) y se redujo ligeramente a lo largo del año pasado, pero el nivel de dichos préstamos está creciendo con rapidez (17 por ciento interanual en mayo), y las provisiones son bajas. La rentabilidad se ha mantenido en niveles muy altos. A finales de 2010 la Superintendencia de Bancos (SBP) aprobó medidas orientadas a fortalecer los márgenes de maniobra del sistema financiero, entre otras un aumento de las provisiones generales y los capitales mínimos. Estas medidas entraron en vigencia en enero de 2012.

El crecimiento real del PIB para 2011 se proyecta en 6,7 por ciento, lo cual refleja un sólido crecimiento del sector agrícola, condiciones de estímulo macroeconómico y un alto

grado de confianza. Según las proyecciones, la inflación se mantendrá muy por encima del rango meta fijado del Banco Central, en un nivel cercano al 10 por ciento al final del año. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos crece, llegando al 3,8 por ciento del PIB, impulsado por un vigoroso crecimiento de las importaciones, una cuenta de servicios menos favorable y una reducción de las remesas. Se prevé que el balance fiscal global pasará a arrojar un superávit de 0,5 por ciento del PIB, lo que implicaría un impulso fiscal de 1,3 por ciento del PIB no agrícola.

### **Evaluación del Directorio Ejecutivo**

Al concluir la consulta del Artículo IV de 2011 con Paraguay, los Directores Ejecutivos coincidieron con la evaluación del personal técnico, la cual se presenta a continuación:

Paraguay adoptó medidas de política económica apropiadas que le permitieron sobrellevar la crisis mundial. Una política macroeconómica anticíclica amortiguó los efectos de una menor demanda externa. Si bien el PIB todavía registró una contracción en 2009, esto se debió principalmente a una grave sequía, y el sector no agrícola, sin embargo, registró un modesto crecimiento. Pese a un sustancial estímulo fiscal, la deuda pública prácticamente no se modificó, dada la sólida posición inicial de las cuentas fiscales, en tanto que la flexibilidad del régimen cambiario ayudó a atemperar el ajuste externo. El sistema financiero salió indemne, con niveles de capitalización adecuados y una baja proporción de préstamos en mora.

El fuerte repunte que registró el crecimiento económico en 2010 ha dado origen a presiones de sobrecalentamiento. El PIB creció un 15 por ciento en 2010, gracias a una cosecha récord, un fuerte crecimiento del crédito y condiciones externas favorables. Impulsada por las presiones de exceso de demanda y el alza de precios de las materias primas, la inflación registró un fuerte incremento en el último año, en tanto que el saldo en cuenta corriente externa se deterioró sustancialmente, pese a la mejora en los términos de intercambio. En 2010 se imprimió a la política fiscal una adecuada orientación anticíclica, y se retiró la mayor parte del estímulo proporcionado en 2009. Sin embargo, se mantuvo una política monetaria laxa, con tasas reales de política monetaria muy negativas y abundante liquidez.

Actualmente las políticas macroeconómicas mantienen una tónica expansiva. Pese a un fuerte aumento desde mediados de 2010, las tasas reales de política monetaria siguen siendo negativas, en tanto que las tasas activas y pasivas reales solo han registrado un modesto aumento y el crecimiento del crédito es aún muy alto. Ante el fuerte incremento del gasto, la política fiscal es actualmente expansiva, y se proyecta que el saldo primario estructural se deteriorará un 1,3 por ciento del PIB no agrícola en 2011. También existe el riesgo de que se mantenga una posición fiscal laxa en 2012, al intensificarse las presiones para aumentar los gastos corrientes en el período previo a las elecciones generales de 2013.

Es necesario seguir ajustando las políticas a fin de asegurar un aterrizaje suave de la economía. Las políticas deberían orientarse a moderar las presiones de la demanda interna y retomar una trayectoria de crecimiento más equilibrado, a fin de reducir la inflación, limitar el déficit de la cuenta corriente externa, y preservar la estabilidad financiera. El ajuste de la política monetaria debería continuar sin demora, y entre las

opciones que podrían considerarse se incluyen nuevos aumentos de los coeficientes de encaje legal, sobre todo para los depósitos en moneda extranjera. La posición fiscal debería ser al menos neutra, aunque preferiblemente anticíclica. A tal efecto, será crucial limitar los gastos corrientes y ahorrar todo ingreso extraordinario, incluidos los derivados de la posible aprobación de medidas orientadas a movilizar ingresos que actualmente están a consideración del Congreso. También sería importante evitar que la posición fiscal siga siendo expansiva en 2012, dada la brecha del producto positiva y una tasa de inflación que supera la meta fijada por el BCP. Un uso más amplio de medidas macroprudenciales ayudaría a proteger la estabilidad financiera en el futuro, a la vez que contribuiría a reducir el crecimiento del crédito con mayor rapidez.

El sistema bancario sigue siendo sólido, pero es necesario precaverse de los riesgos que se están gestando. Los indicadores de solidez financiera de los bancos son sólidos en términos generales, y muestran, entre otras cosas, un nivel muy alto de rentabilidad. Sin embargo, en términos globales las provisiones son bajas, y el nivel de préstamos en mora está creciendo con rapidez. Un crecimiento muy vigoroso del crédito, particularmente del crédito en moneda extranjera, y los descalses de monedas plantean considerables riesgos que deben ser abordados de inmediato. Las medidas macroprudenciales, como mayores provisiones específicas y límites más estrictos para la relación deuda/ingresos, ayudarían a contener dichos riesgos y a fortalecer los márgenes de maniobra. Es necesario un monitoreo cercano de la evolución de la cartera con los sectores de la construcción e hipotecario, así como de los mercados inmobiliarios, incluida la mejora de la compilación de estadísticas. El personal técnico está de acuerdo con el programa en marcha para fortalecer la regulación y la supervisión y establecer una red de seguridad financiera para el sector de cooperativas. Alienta a las autoridades a que también lleven adelante las reformas legislativas necesarias para aplicar de manera más eficaz una supervisión bancaria basada en riesgos.

Debería reforzarse aún más el marco de política monetaria a fin de facilitar la transición a un régimen de metas de inflación. Ya se dispone de muchos de los componentes necesarios para este proceso, gracias a reformas perdurables y continuas y al fortalecimiento del marco institucional del BCP. También se requieren una pronta implementación de la recapitalización del BCP y una mejor gestión de la liquidez a fin de reforzar la credibilidad del Banco Central y la eficacia de la política monetaria. También sería importante que el BCP fortaleciera y definiera con mayor claridad su marco operativo, entre otras formas limitando (y esterilizando) las intervenciones en el mercado cambiario, con lo cual transmitiría una señal más clara de que la inflación es su principal objetivo.

Es necesario incrementar los ingresos tributarios para corregir importantes deficiencias en infraestructura y servicios sociales básicos. El personal técnico apoya los esfuerzos que está realizando el gobierno para implementar sin mayor demora el impuesto sobre la renta personal y seguir mejorando la administración tributaria. Será esencial asegurar una prudente administración de los ingresos adicionales generados por las ventas de energía de la central hidroeléctrica de Itaipú. El personal técnico respalda la propuesta de las autoridades de salvaguardar los ingresos fiscales adicionales colocándolos en un fondo especial, y recomienda destinar una parte significativa de dichos ingresos a la constitución de una reserva anticíclica.

Hay margen para fortalecer el marco fiscal. Los planes para ampliar la participación de las APP en el suministro de servicios de infraestructura constituyen un paso positivo. Sería importante reforzar el marco jurídico que rige las concesiones y desarrollar un marco integral para dichas asociaciones, ampliando al mismo tiempo el papel del Ministerio de Hacienda en la evaluación y aprobación de las APP a fin de lograr una mejor relación calidad-precio y controlar los riesgos fiscales. También hay margen para fortalecer el marco fiscal de mediano plazo, entre otras formas integrándolo al presupuesto, adoptando un mecanismo sistemático de informe y evaluaciones de los riesgos fiscales, y estableciendo un marco de gasto de mediano plazo. La adopción de una regla fiscal que fije una meta con respecto al saldo primario estructural (excluidos los ingresos por regalías derivadas de la venta de electricidad y las donaciones) podría servir de ancla para el marco fiscal de mediano plazo y facilitar su integración al presupuesto.

Las **Notas de Información al Público (NIP)** forman parte de los esfuerzos del FMI por fomentar la transparencia de sus opiniones y análisis de la evolución y la política económica. Las NIP se publican, con el consentimiento del país o países interesados, al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las consultas del Artículo IV con cada país miembro, la supervisión que ejerce el FMI sobre la evolución a nivel regional, el seguimiento posterior a los programas, y las evaluaciones *ex post* de los países que aplican programas a más largo plazo. También se publican NIP al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre cuestiones de política general, salvo en casos específicos en que el Directorio decida lo contrario.



## Paraguay: Indicadores económicos seleccionados

	2007	2008	2009	2010	Proyecciones	
					2011	2012
(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)						
<b>Ingreso y precios</b>						
PIB real	6.8	5.8	-3.8	15.0	6.7	5.5
PIB nominal	17.7	19.7	-4.0	19.5	14.2	12.3
Crecimiento del ingreso per cápita real	4.7	3.8	-5.7	12.8	4.6	3.4
Precios al consumidor (fin de período)	5.9	7.5	1.9	7.2	9.8	7.3
<b>Sector monetario</b>						
Emisión monetaria	28.3	15.0	11.3	18.5	13.5	15.0
Crédito al sector privado	46.2	49.3	24.1	42.9	33.6	27.9
Pasivos frente al sector privado	33.3	30.8	26.7	26.1	24.0	22.1
<b>Sector externo</b>						
Exportaciones (f.o.b.)	27.7	38.8	-25.3	43.2	19.4	4.9
Importaciones (c.i.f.)	22.5	44.0	-22.0	43.1	21.5	6.9
Términos de intercambio	13.6	38.9	-19.1	6.7	4.5	-3.0
Tipo de cambio efectivo real 1/	11.0	16.3	-7.4	2.8	...	...
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)						
<b>Cuenta corriente</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.8</b>	<b>-4.0</b>
Saldo comercial	-4.4	-6.3	-7.6	-8.4	-9.2	-9.0
Exportaciones	46.0	46.1	40.9	45.3	44.7	39.0
Importaciones	50.3	52.4	48.6	53.7	54.0	48.0
De las cuales: Importaciones de petróleo	5.9	7.7	6.5	5.8	6.9	6.0
Otros (export. e import.servicios, ingreso, transferenc. corr.)	5.9	4.4	7.6	5.7	5.0	4.2
De los cuales: Remesas	3.1	2.5	3.7	2.9	2.6	2.3
<b>Cuenta de capital y cuenta financiera</b>	<b>6.5</b>	<b>3.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>7.4</b>	<b>5.0</b>
Del cual: Inversión directa	1.6	1.6	1.4	2.1	3.1	2.5
<b>Reservas internacionales netas (millones de dólares de EE.UU.)</b>	<b>2,462</b>	<b>2,864</b>	<b>3,861</b>	<b>4,168</b>	<b>4,968</b>	<b>5,218</b>
(Saldo en meses de importac. de bienes y servic. del próximo año)	3.1	4.6	4.4	3.2	4.5	4.4
(Saldo respecto a la deuda externa de corto plazo)	4.4	2.9	3.5	3.4	3.9	4.1
<b>Inversión interna bruta</b>	<b>18.0</b>	<b>18.1</b>	<b>15.5</b>	<b>16.9</b>	<b>18.2</b>	<b>19.0</b>
Sector privado	13.4	14.3	10.0	12.2	12.7	13.2
Sector público	4.6	3.7	5.5	4.7	5.5	5.8
<b>Ahorro nacional bruto</b>	<b>19.6</b>	<b>16.2</b>	<b>15.5</b>	<b>14.1</b>	<b>14.4</b>	<b>15.0</b>
Sector privado	13.5	9.7	9.6	8.1	8.5	10.0
Sector público	6.1	6.4	5.8	6.0	5.9	5.0
<b>Ahorro externo (+) Desahorro (-)</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.8</b>	<b>-4.0</b>
<b>Ingresos del gobierno central</b>	<b>17.6</b>	<b>17.3</b>	<b>19.7</b>	<b>19.2</b>	<b>20.3</b>	<b>20.2</b>
De los cuales: Ingresos tributarios	11.4	11.8	13.0	13.5	14.2	14.2
<b>Gastos del gobierno central</b>	<b>16.7</b>	<b>14.8</b>	<b>19.1</b>	<b>17.8</b>	<b>19.8</b>	<b>20.7</b>
De los cuales: Sueldos y salarios	7.1	7.1	8.6	8.2	8.3	8.8
Gasto de capital	3.7	2.7	4.6	3.8	4.7	5.0
<b>Saldo primario del gobierno central</b>	<b>1.8</b>	<b>3.1</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.1</b>
<b>Saldo global del gobierno central</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.5</b>
<b>Deuda pública consolidada (porcentaje del PIB)</b>	<b>28.2</b>	<b>23.2</b>	<b>23.0</b>	<b>19.1</b>	<b>18.0</b>	<b>16.1</b>
De la cual: Externa	19.9	16.8	15.3	13.2	10.6	8.9
Interna	1.9	2.2	2.7	2.2	2.2	2.3
LRM 2/	6.4	4.2	5.0	3.7	5.2	4.9

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

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

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