



Asunción, 22 de noviembre de 2013

Acta de la Reunión de Política Monetaria del 13/11/13

Economía Internacional

La economía de los Estados Unidos sigue expandiéndose a un ritmo moderado, pero sin señales claras de una recuperación permanente. Si bien las últimas cifras referentes a la creación de empleo en el mes de octubre y las cifras de crecimiento económico para el tercer trimestre del año superaron las expectativas, la tasa de desempleo permanece aún elevada. La inflación se mantiene por debajo de la tasa objetivo de 2%, mientras que las expectativas a largo plazo se presentan estables. Los pronósticos son que continúe, por lo menos en el corto plazo, el programa de recompra de activos por USD 85 mil millones mensuales, a pesar del traspaso de mando de la presidencia en la Reserva Federal. Las autoridades del FED volvieron a expresar que la tasa de política monetaria (entre 0,00%-0,25%) sería mantenida siempre que la tasa de desempleo sea superior al 6,5% y la inflación para un horizonte de uno y dos años no se desalinee en más de 0,5 puntos porcentuales de la tasa objetivo.

La zona del euro se presenta aun como una economía debilitada y con perspectivas de una inflación baja a mediano plazo, pero se proyecta que el periodo recesivo finalice en el cuarto trimestre de 2013. La inflación continua desacelerándose, encontrándose por debajo del objetivo del bloque de 2,0% a mediano plazo. Por su parte, la tasa de desempleo se mantiene superior al 12,0%. Como resultado, en su última reunión el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió disminuir su tasa de referencia en 25 puntos básicos (hasta 0,25%). El actual desafío de los países del euro se centran en aumentar la competitividad y reducir la deuda pública tras la crisis, un proceso que tal vez frene el crecimiento durante un tiempo considerado. Igualmente, persiste el problema con los bancos considerados sistémicos y, específicamente, falta aún el acuerdo total para llegar a consensuar los tres temas relevantes al respecto: regulación, supervisión y garantía de depósitos común para todos.

Tras elevadas tasas de crecimiento económico en China, se espera este vaya moderándose en los siguientes años. La expectativa de crecimiento económico para el 2013 es de 7,6%, inferior a la alcanzada en años anteriores. Las autoridades de China se han comprometido impulsar el papel del sector privado en la economía, profundizando reformas económicas que puedan garantizar un papel decisivo del mercado en la asignación de recursos. Otra preocupación es acerca de la sostenibilidad del crecimiento económico basado en altas tasas de inversión. El gobierno ha expresado su preocupación al respecto y busca un re-balanceo de las fuentes de crecimiento del país que debería



estar más basado en el consumo interno. Se espera que para fines de año la inflación sea de 2,7% que se encuentra por debajo de la inflación meta de 3,5%.

Aunque superior al alcanzado en 2012, el crecimiento económico de Brasil se mantendría en niveles moderados y por debajo de su potencial. Tras un debilitamiento en la primera parte del año se espera una recuperación de la actividad principalmente por el lado de las inversiones, con un 2,5% de crecimiento en 2013 luego de un 0,87% en 2012. La continua depreciación del real podría mejorar la competitividad externa neutralizando el efecto negativo del incremento en los diferenciales de deuda soberana. Sin embargo, esta depreciación ha tenido efectos sobre el nivel de precios, por lo que el banco central ha estado endureciendo su política monetaria. El Banco Central de Brasil, en su última reunión del COPOM realizada el 8 y 9 de octubre, ha incrementado por quinta vez en el año la tasa SELIC en 50 puntos básicos a un 9,5%. Si bien se observa una reducción en el margen de la inflación, la misma todavía se encuentra por muy encima del objetivo de 4,5%.

Economía Doméstica

Las proyecciones para el 2013 indican una fuerte recuperación económica, con una mejora sustancial de la actividad en los sectores agrícola, ganadero y de la industria cárnica. La tercera revisión de la estimación del PIB para el año 2013 proyecta un crecimiento del 13,6%. Por el lado de la oferta, la mayor dinámica de crecimiento estaría explicada por el repunte del sector primario (explicaría un crecimiento del PIB de 7,3%) seguido por una mejora en el sector servicios (con una incidencia del 4,1%), mientras que la contribución del sector secundario sería relativamente menor. Por el lado del gasto, la demanda interna explicaría un 7,4% del crecimiento del PIB, mientras que la demanda externa neta contribuiría con un 6,3%. El Estimador de Cifras de Negocios (ECN), indicador de demanda agregada interna, presenta al mes de agosto un crecimiento acumulado del 6,7%, mientras que el Indicador Mensual de la Actividad Económica del Paraguay (IMAEP), indicador de oferta agregada, presenta un crecimiento acumulado de 14,7%. En tanto que si se observa el promedio móvil de 12 meses, al mes de agosto el ECN registra una tasa de variación de 5,5% y el IMAEP de 9,4%.

La inflación interanual continua acelerándose, pero los incrementos de precios se encuentran concentrados en unos pocos rubros. La inflación del mes de octubre del 2013 alcanzó una tasa del 0,8%, superior a la inflación de 0,3% registrada en setiembre. En términos interanuales, la inflación ha venido acelerándose desde el mes de junio y, a fines de octubre, alcanzó el 4,4%. El incremento de precios en el mes de octubre se encuentra asociado, principalmente, a aumentos registrados en unos pocos rubros: alimentación (carnes, harinas y productos panificados), comunicaciones (tarifas de



telefonía móvil) y alojamiento y mantenimiento de la vivienda (alquiler y servicios de electricista/pintor). El índice de difusión (que indica el porcentaje de bienes de la canasta que han tenido una variación positiva de precios en el mes) se situó en 38%, por debajo de su media histórica del mes del 45%.

La inflación núcleo interanual se ha estabilizado en los últimos meses, mientras que la dinámica en el precio de las materias primas continua siendo deflacionaria. Los indicadores de la inflación núcleo se aceleraron a partir de mayo de 2013, observándose una tendencia de convergencia de la inflación interanual hacia la meta del 5% desde niveles muy bajos observados a comienzos de año. No obstante, la inflación núcleo interanual se mantiene estable desde hace dos meses y en niveles por debajo del objetivo de inflación. Por otro lado, la dinámica de precios de las materias primas más relevantes para explicar la inflación doméstica sigue mostrando una tendencia favorable. En el último mes, el Índice de Precios de Commodities Compuesto de Paraguay (ICC-PRY) registró un leve aumento mensual del 0.1%, mientras que en términos interanuales este índice se redujo en 13.2%.

El crédito bancario se presenta menos dinámico que en años anteriores aunque con una modesta recuperación en el margen. La moderación experimentada se encuentra asociada, entre otras razones, a los altos niveles de endeudamiento de las familias y a incrementos en los niveles de morosidad, mientras que las personas jurídicas han cancelado los créditos contraídos durante el mal año económico anterior. Al mes de setiembre la variación interanual de los créditos del sector bancario al sector privado es de 15,6%, lo que representa una mejora con respecto a la marcada moderación experimentada en los primeros meses del año. La mejora en los saldos netos fue dado tanto para créditos moneda nacional como en moneda extranjera, cuyas tasas de variación interanual fueron de 10,8% y 22,4% respectivamente. De acuerdo a la última encuesta trimestral sobre la situación del crédito, las perspectivas indican un mayor dinamismo hacia fin de año.

Las reservas internacionales se mantienen en niveles elevados y tanto las exportaciones como las importaciones van en aumento. Las exportaciones de bienes y servicios se estiman en USD 15.098 millones, las re-exportaciones en USD 4.502 millones y las importaciones de bienes y servicios en USD 13.860 millones, lo que constituye un saldo comercial/PIB de 4,9% para el 2013. A su vez, para finales de 2013 cifras preliminares estiman un flujo neto de Inversión Extranjera Directa de USD 257,1 millones, explicado por una mayor reinversión de utilidades y también una mayor capitalización. Por el lado de la Posición de Inversión Internacional, se estima que las reservas internacionales netas oscilen los USD 5.944,0 millones (que representan un incremento de 19,8% respecto al 2012) y alcanzando un coeficiente de 8,6 meses de importaciones (excluyendo re-



exportaciones). Con respecto a la balanza de pagos, cifras preliminares estiman un saldo de cuenta corriente/PIB de 1,5% y un saldo de cuenta capital y financiera/PIB de 2,0% para fines de 2013.

El tipo de cambio nominal se mantiene estable desde julio del 2013. Desde el mes de julio de 2013, el Banco Central implementó las operaciones compensatorias de divisas, mecanismo a través del cual se devuelve al mercado las divisas adquiridas al sector público. En este sentido, desde el mes de julio a la fecha se acumularon solamente USD 2,4 millones, producto de compras al sector público de USD 207,2 millones y ventas al sector privado de USD 204,8 millones.

Implementación de la Política Monetaria

El perfil de la política monetaria en el periodo reciente ha sido levemente expansivo. Los indicadores cuantitativos dan cuenta de que la tasa interbancaria se encuentra por debajo de la tasa de política monetaria (TPM) de 5,5%. La percepción del Banco Central es que el logro de la meta inflacionaria no se vería perjudicada por una posición de política monetaria relativamente expansiva, teniendo en cuenta los indicadores adelantados de la inflación futura, las expectativas del mercado acerca de esta variable, los indicadores de la brecha de PIB (considerando la evolución de la demanda y la oferta interna) y el análisis de la economía con el uso de modelos formales de proyección.

La tasa de inflación estuvo la mayor parte del año muy por debajo del 5%, y solo a partir del tercer trimestre registró incrementos que la acercaron a la meta referencial. Durante el 2013 la tasa de inflación fue relativamente baja y coincidente con las proyecciones del año pasado, razón por la cual la TPM no ha sido modificada. Sin embargo, los precios de los “bienes libres”² tuvieron un mayor dinamismo, incrementándose incluso por encima de la meta (5%) en los últimos meses. Por otro lado, la demanda interna no ha crecido por encima del producto potencial, aunque existen sectores que sí han tenido una dinámica mayor. Los ejemplos más representativos son los servicios y rentas (como los alquileres), los cuales están teniendo una dinámica inflacionaria mayor a la media. Igualmente se han registrado ajustes de precios relativos, como en los bienes transables importados, por efecto de las últimas variaciones del tipo de cambio nominal.

Perspectivas y balance de riesgos

¹ La tasa neutral de Política Monetaria se estima en torno al 7%. Para mayor detalle ver el artículo “La tasa de interés real neutral”, Ruíz Díaz (2012).

² La inflación total puede ser sectorizada en la inflación de precios de “bienes libres”, es decir, la de aquellos bienes cuyos precios se determinan libremente de acuerdo a la oferta y la demanda, y la inflación de precios de “bienes y servicios administrados”, como la de aquellos bienes y servicios, o tarifas, reguladas y fijadas por algún ente del gobierno.



La brecha del PIB tendería a equilibrarse en el horizonte de política. Durante todo el 2013 la oferta agregada mostró un crecimiento singularmente elevado. Esto refleja no solo una recuperación de la caída observada el año anterior, sino igualmente las mejoras estructurales en la economía paraguaya que aumentaron su crecimiento potencial. Sin embargo, la demanda agregada interna (principalmente el consumo) presentó este año una dinámica más acorde a su tendencia de mediano y largo plazo. Se proyecta que la brecha del PIB para el horizonte relevante de política se siga reduciéndose, sin que la demanda agregada interna sea un factor de riesgo inflacionario. No obstante, existen factores claves como el Presupuesto General de la Nación y las condiciones internacionales que podrían alterar el escenario descripto anteriormente.

El congelamiento de algunos precios administrados ha sido un factor relevante para mantener la tasa de inflación total por debajo del 5%. Existen expectativas de ajustes de los precios administrados en el corto plazo, que podría afectar la dinámica de la inflación mensual proyectada. Igualmente, estos ajustes podrían tener efectos de segunda vuelta que de acuerdo a la magnitud alentaría la reorientación del perfil de la política monetaria.

La proyección de la inflación, en el escenario base, converge a la meta en el horizonte relevante de política monetaria. Las proyecciones indican una aceleración de la inflación interanual (tanto la total como la inflación núcleo) durante la primera mitad del 2014. Sin embargo, este incremento está principalmente explicado por el efecto base de las deflaciones mensuales observadas durante la primera parte del 2013. En todas las proyecciones, la inflación converge hacia el centro de la banda a partir de la segunda mitad del 2014.

Existen algunos factores de riesgo que pueden hacer cambiar el perfil de la política monetaria en el futuro. En el corto plazo existen expectativas de ajustes de algunos precios administrados que podría afectar la dinámica de la inflación, inclusive con probables efectos de segunda vuelta. Una depreciación de la moneda doméstica (derivada de un ajuste en las condiciones monetarias en los Estados Unidos) podría igualmente impactar negativamente sobre la inflación doméstica. Un cambio brusco en las condiciones económicas de algunos países vecinos podría también tener efectos en el nivel de precios domésticos, dado que ello llevaría a una normalización de los precios internos en esas economías. Finalmente, el comportamiento de los precios de los commodities también podría afectar este balance de riesgos si la economía china registrara las tasas de crecimiento mayores como en el pasado.

En base a los datos considerados y analizados, así como considerando las proyecciones la modelación formal de la economía, el Directorio del Banco Central ha decidido



mantener constante la TPM en 5,5%. Paralelamente, el Banco Central estará expectante a la evolución de las variables para definir un nuevo perfil de política monetaria si las condiciones la ameritan.