



Recuadro II: Índice de Credibilidad del Banco Central

Introducción

En mayo de 2011, el Banco Central del Paraguay (BCP) adoptó formalmente el régimen de Metas de Inflación para la conducción de la política monetaria. Bajo este esquema, el BCP logró reducir tanto la media como la volatilidad de la variación de precios. Asimismo, se observó una menor persistencia inflacionaria y una disminución en el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios, además de un mayor anclaje de las expectativas de los agentes económicos.

La efectividad del régimen de Metas de Inflación depende en gran medida de la confianza que depositan los agentes en el banco central. El fortalecimiento de la credibilidad del BCP se sustentó en reformas en el marco legal y en la implementación de medidas para garantizar su independencia y transparencia. La prohibición, salvo en casos excepcionales, del financiamiento al fisco en la Constitución Nacional, la definición de objetivos precisos en la Ley 489/95 "Orgánica del Banco Central del Paraguay" y la adopción de prácticas de comunicación claras y oportunas han permitido que el BCP consolide su credibilidad en el manejo de la política monetaria.

En este contexto, este trabajo tiene por objetivo presentar los resultados de un índice de credibilidad construido para el BCP. Asimismo, mediante un modelo semi-estructural, se muestra cómo la credibilidad del banco central ha facilitado la rápida convergencia de la inflación a la meta tras los choques externos posteriores a la pandemia del COVID.

Consolidación de la Credibilidad

La consolidación de la credibilidad del BCP se fundamentó en varios pilares. En primer lugar, el marco legal estableció las condiciones para adoptar políticas más disciplinadas y orientadas a la estabilidad de precios. La Constitución Nacional de 1992 y la Ley N° 489/95 -con su respectiva modificación (Ley 6104/2018)-, sentaron las bases para garantizar la autonomía de la institución, prohibiendo el financiamiento del gasto público para cubrir déficits presupuestarios y otorgándole la facultad de definir sus metas y seleccionar los instrumentos adecuados para alcanzarlas.

En segundo lugar, la transparencia y la comunicación se consolidaron como elementos clave para fortalecer la confianza de los agentes económicos. La publicación de comunicados y minutas de las reuniones del Comité de Política Monetaria, junto con reportes periódicos, como el Informe de Política Monetaria (IPoM), permitió al público acceder a información clara y oportuna sobre los fundamentos de las decisiones adoptadas. Además, la implementación de medidas como el establecimiento del corredor de tasas de interés y la mayor transparencia en las operaciones cambiarias contribuyeron a consolidar una imagen de seriedad y compromiso por parte de la banca central.

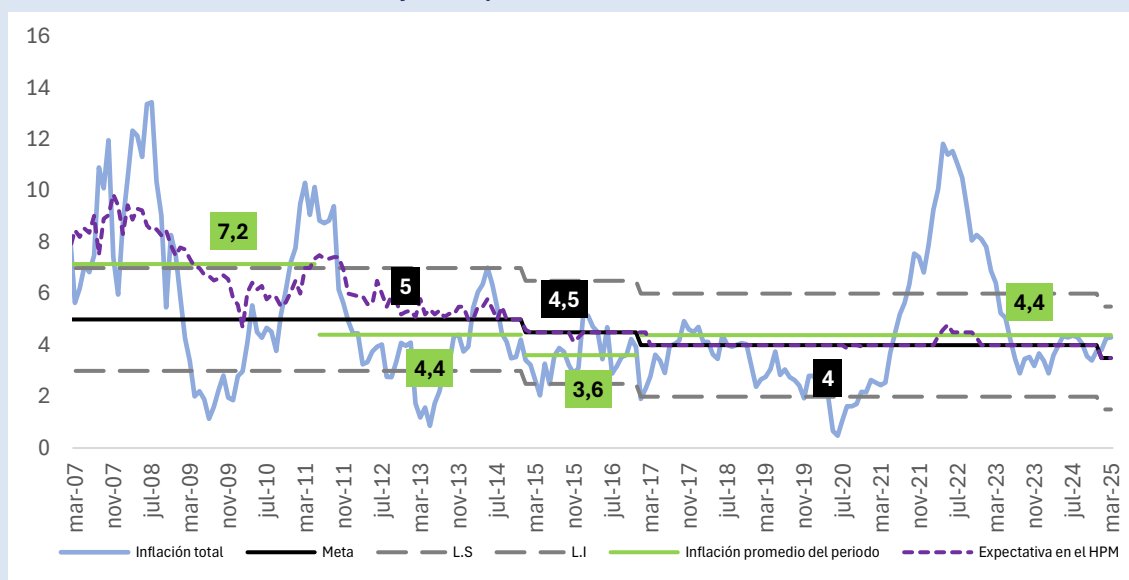
Estas medidas fortalecieron la confianza en la capacidad del BCP para cumplir sus objetivos, lo que llevó a una reducción sostenida de la inflación a niveles de un dígito, tras décadas de tasas inflacionarias de dos dígitos desde los años setenta.

La desaceleración de la inflación también estuvo acompañada por ajustes progresivos de la meta inflacionaria. El BCP inició el esquema de Metas de Inflación, con un objetivo del 5% anual y fue reduciéndolo progresivamente: 4,5% en 2015, 4% en 2017 y 3,5% en 2024. Estos ajustes reflejan el

compromiso de la institución con la estabilidad de precios y la convergencia hacia estándares internacionales.

Además de los logros en materia de inflación, la credibilidad en el banco central también se vio reflejada en las expectativas inflacionarias, las cuales se alinearon a valores alrededor de la meta con menor variabilidad a lo largo de los años, incluso en los periodos en los que la economía paraguaya enfrentó choques importantes (gráfico II.1).

Gráfico II.1. Evolución de la inflación y las expectativas en el Horizonte de Política Monetaria (HPM) (%)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Notas: LS: límite superior. LI: límite inferior.

Metodología

La metodología empleada para medir la credibilidad del BCP se fundamenta en el enfoque asimétrico propuesto por Bicchal (2022), el cual utiliza como insumo principal las expectativas de inflación de los agentes, que responden de manera mensual la Encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE) del BCP.

El indicador prospectivo (o *forward-looking*) diseñado por Bicchal (2022) permite evaluar el grado de anclaje de las expectativas. Por tanto, un resultado cercano o igual a 1 indica que el banco central es lo suficientemente creíble para alcanzar sus objetivos inflacionarios. De esta manera, cuando el banco central goza de mayor credibilidad, las expectativas de inflación tienden a converger hacia la meta establecida.

Debido a la naturaleza asimétrica de este indicador, la credibilidad de la autoridad monetaria se ve más comprometida cuando las expectativas se aproximan al límite superior del rango meta o lo superan, en comparación con desvíos hacia el límite inferior, como se puede deducir de la siguiente fórmula:

$$Cred_{as} = \begin{cases} 0 & \text{si } \pi_t^e > \pi_t^{*max} \text{ o } \pi_t^e < 0 \\ \frac{1}{\exp(\pi_t^e - \pi_t^{*mid}) - (\pi_t^e - \pi_t^{*mid})} & \text{si } \pi_t^{*mid} < \pi_t^e \leq \pi_t^{*max} \\ 1 & \text{si } \pi_t^{*min} \leq \pi_t^e \leq \pi_t^{*mid} \\ \frac{1}{\exp((\pi_t^{*min}) - (\pi_t^e))} & \text{si } 0 \leq \pi_t^e < \pi_t^{*min} \end{cases}$$

Fuente: Extraído de Bichal (2022).

Además de la construcción de este indicador asimétrico, se analizaron los efectos macroeconómicos de una menor credibilidad en la capacidad del Banco Central para controlar la inflación. Para ello, se empleó un modelo semi-estructural calibrado para la economía paraguaya, el cual incorpora una modificación en la curva de Phillips que incrementa la proporción de agentes que basan sus decisiones de precios en la inflación pasada en lugar de la futura. Este ajuste permite simular un escenario en el que la confianza en el cumplimiento del objetivo de inflación establecido por el BCP es menor.

Resultados y Conclusión

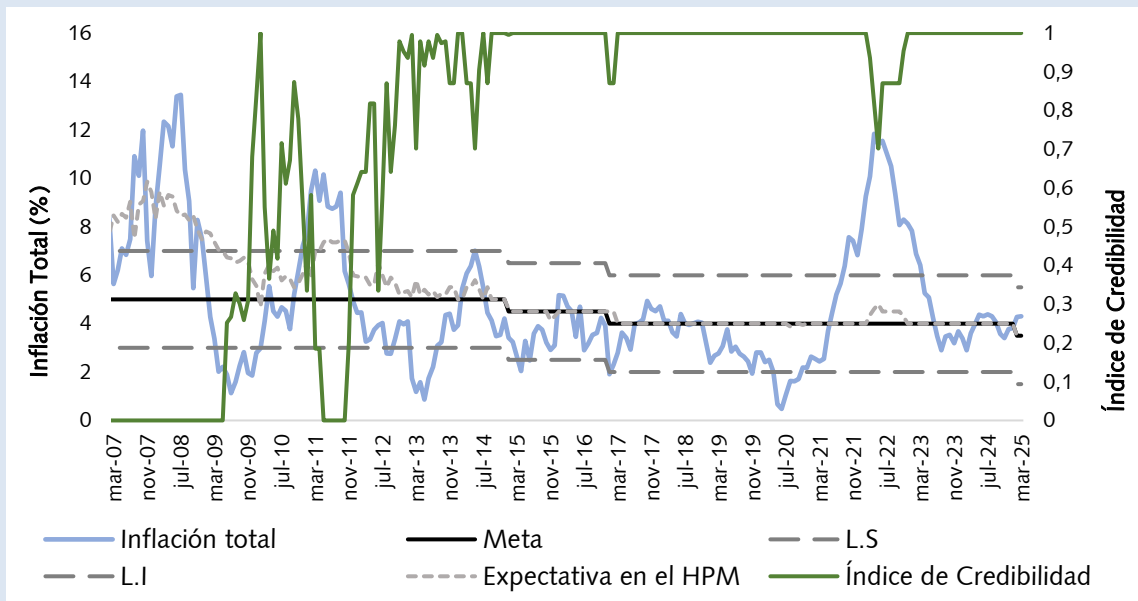
Los resultados del análisis se resumen en el gráfico II.2, la cual ilustra el índice de credibilidad del BCP. Durante la fase experimental del esquema de Metas de Inflación (inicio de los 2000), la inflación total se mantuvo consistentemente por encima de la meta, incluso excediendo el límite superior del rango establecido. Estos elevados niveles de inflación deterioraron las expectativas de los agentes económicos y, con ello, la confianza en la capacidad del banco central para cumplir su objetivo, lo que se reflejó en los valores del índice.

Desde la implementación oficial del régimen de Metas de Inflación en 2011, los buenos resultados y la mayor transparencia implicaron una mejora significativa del índice, el cual alcanzó valores cercanos o iguales a 1. Este cambio refleja el fortalecimiento de la confianza de los agentes en la capacidad del BCP para cumplir su objetivo de estabilidad de precios.

Finalmente, en el periodo reciente, el índice mostró una reducción, atribuida al aumento de la inflación en 2021 (6,8%) y 2022 (8,1%), impulsada por factores externos. El alza en los precios internacionales de los *commodities*, especialmente alimentos y energía, se trasladó a los precios locales de estos bienes. Sin embargo, a partir de mediados de 2023, la inflación inició un proceso de descenso, cerrando ese año en 3,7%.

Gracias a este logro, Paraguay se ubicó entre las primeras economías de la región en alcanzar la convergencia a su meta de inflación. Esta rápida desaceleración de la inflación en 2023 puede atribuirse a factores clave como el papel activo de la política monetaria, la reversión de los choques externos y la credibilidad en el Banco Central. Este último factor se evidenció en el grado de anclaje de las expectativas de inflación a corto y mediano plazo.

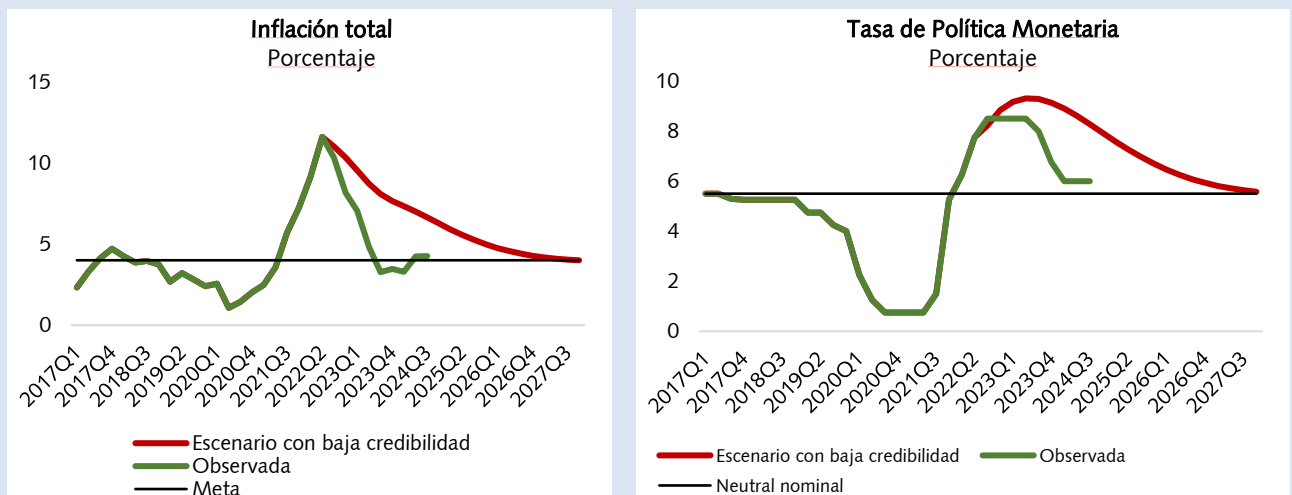
Gráfico II.2. Índice de Credibilidad del Banco Central del Paraguay



Fuente: Elaboración propia con base en Bicchal (2022).

Por otro lado, la simulación realizada a través del modelo semi-estructural demostró que una disminución en la credibilidad (simulada como un aumento en la proporción de agentes que otorgan mayor peso a la inflación pasada que a la futura) generaría mayores desafíos para el control de la inflación. En escenarios de baja credibilidad, se requiere que la autoridad monetaria mantenga una tasa de política más elevada, lo que puede generar costos en términos de sacrificio del crecimiento económico.

Gráfico II.3. Efectos Macroeconómicos de la Baja Credibilidad



Fuente: Elaboración propia.

En conclusión, la credibilidad del BCP es un pilar fundamental para la estabilidad macroeconómica. Ella depende de una comunicación consistente, transparencia en la toma de decisiones y un firme compromiso con la estabilidad de precios, elementos esenciales para enfrentar los desafíos futuros y asegurar la estabilidad del valor de la moneda.



Referencias Bibliográficas

Banco Central del Paraguay (BCP). (2013). *Política Monetaria en Paraguay: Metas de Inflación, un Nuevo Esquema*.

Bicchal, M. (2022). *Central Bank Credibility and its Effect on Stabilization*. Economic Analysis and Policy.

Ley N° 489/95 [Congreso de la Nación Paraguaya] Orgánica del Banco Central del Paraguay. 29 de junio de 1995.