Ministerio de
HACIENDA

GOBIERNO
NACIONAL

Paraguay
de la gente

MEMORÁNDUM DPMF Nº 38 /2022

A : **SR. MIGUEL SALVIONI**, JEFE
DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO – SSEE

DE LA : **DIRECCIÓN DE POLITICA MACRO FISCAL**

REF. : Informe de Actividades del Consultor Dr. José Tello

FECHA : 3 de marzo de 2022

Tengo el agrado de dirigirme a Usted, con el objeto de remitir el informe de las actividades realizadas desde el 23 de diciembre de 2021 hasta el 22 de enero de 2022 por el Consultor José Carlos Tello Paredes, con C.I. Nº 7701221, en el marco del Contrato M.H. Nº 18/2021.

Al respecto, se adjunta un resumen de las principales actividades realizadas por el Sr. Tello, y la orden de servicio 32/2022 conforme a los términos de referencia. Asimismo, teniendo en cuenta que las actividades fueron realizadas satisfactoriamente, se solicita la emisión del Informe de Conformidad Orden de Servicio 32/2022 correspondiente al mes cumplido.

Respetuosamente,

MINISTERIO DE HACIENDA
Sub-Secretaría de Estado de Economía
Dirección de Política Macro-Fiscal

ROLANDO SAPRIZA
Director de Política Macro Fiscal

Ministerio de
HACIENDA

GOBIERNO
NACIONAL

Paraguay
de la gente

Principales actividades realizadas por el consultor Dr. José Tello en el marco del Contrato M.H. Nº 18/2021

(23 de diciembre de 2021 – 22 de enero de 2022)

- **Elaboración del informe de investigación "Breve Análisis de los Balances del Banco Central y la Política Monetaria Esperada"**
  A solicitud del Sr. Rolando Sapriza, Director de Política Macro-Fiscal, el consultor elaboró el informe que contiene el análisis de los balances del banco central junto con las expectativas de la postura monetaria en el mediano plazo. El informa forma parte de la investigación "Nuevos Desafíos para la Sostenibilidad Fiscal y Estabilidad Monetaria." Se adjunta el documento con los resultados.

- **Revisión y reuniones de trabajo sobre el proyecto de investigación "Nuevos Desafíos para la Sostenibilidad Fiscal y Estabilidad Monetaria"**
  A solicitud del Sr. Rolando Sapriza, Director de Política Macro-Fiscal, el consultor se reunió en 3 ocasiones con las funcionarias Fátima Franco, Jefa de Departamento de Proyecciones Macroeconómicas, y Elisa Vera de la Dirección de Política Macro-Fiscal para reorganizar y revisar las secciones "Efectos de la Sequía y el Covid-19", " Nueva Ruta para la Política Fiscal y su Consistencia con la Política Monetaria" que forma del proyecto "Nuevos Desafíos para la Sostenibilidad Fiscal y Estabilidad Monetaria".

- **Presentación de informes sobre las actividades realizadas al Director de Política Macro-Fiscal.**

MINISTERIO DE HACIENDA
REPÚBLICA DEL PARAGUAY
PAZ Y JUSTICIA
Sub-Secretaría de Estado de Economía
Dirección de Política Macro-Fiscal

***

TETÃ VIRU MOMENDAPY
MINISTERIO DE HACIENDA

MINISTERIO DE HACIENDA
ORDEN DE SERVICIO 32/2022
Fecha de Emisión 02/03/2022 - ORIGINAL

TETÃ REKUÁI GOBIERNO NACIONAL

CONTRATO NRO. 18/2021 - SERVICIO DE ASESORÍA, CONSULTORÍA Y CAPACITACIÓN PARA LA SUBSECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA			
PROVEEDOR	JOSE CARLOS TELLO PAREDES	**RUC**	7701221-6
DIRECCION	DR. JUSTO P. BENITEZ Nº 181 C/ SANTA RITA		
TELEFONO / E-MAIL	(595 21)578 946, //(0983) 316 316 / jctello@uc.cl		

Estimaremos se sirva (n) proveer los materiales mas abajo descriptos, según contrato Nro. 18/2021.-

SOLICITANTE	MINISTERIO DE HACIENDA	**CDP**	233/2022
LUGAR DE ENTREGA	Ministerio de Hacienda	**PAC**	390163
PLAZO DE ENTREGA		**CC**	CD-12006-21-198744
MODALIDAD	Contratación Directa		

FORMULACION Y EVALUACION DE LA POLITICA ECONOMICA

Cant.	Cant. (Letras)	Descripción del/los Bienes y/o Servicios	Unid. Medida	Presentación	valor Unit.	Total
1	UNO	Servicio de Asesoría, Consultoria y Capacitación para la Subsecretaria de Estado de Economía Alicuota 9/9.-	UNIDAD	EVENTO	15.000.000	15.000.000
				TOTAL		**15.000.000**

SON GUARANÍES: QUINCE MILLONES.-

ELABORADO POR	REVISADO POR	DPTO. PROCESOS UOC	COORDINACION U.O.C.	PRESUPUESTO
LIC. LUIS IRALA Técnico Analista de Procesos Dpto. de Procesos - CUOC - MH	C.P. ATILIO MOLINAS Técnico Analista de Procesos Dpto. de Procesos - CUOC - M.H.	C.P. Romina Cabrera Jefa Interina Dpto. de Procesos - CUOC	Abg. Andrés Soria Coordinador Unidad Operativa de Contratación Dirección Administrativa - MH	

Breve Análisis de los Balances del Banco Central y la Política Monetaria Esperada

Por: José Tello

Combinación Esperada de Políticas

En un escenario de recesión económica producida por una reducción de la demanda agregada, la inflación tiende a reducirse y antes que se ubique por debajo del rango fijado por la política monetaria, el Banco Central podría reducir su tasa de política (postura expansiva), esto permitiría reducir el costo del financiamiento para estimular un aumento del crédito de consumo y de inversión en capital físico. El Ministerio de Hacienda también podría incrementar el gasto público en las áreas que crea conveniente y, de esta manera, lograr un estímulo a la demanda. El aumento del gasto público se puede visualizar en una reducción importante del balance primario ajustado.

Sin embargo, luego de terminar el periodo de recesión, ¿cuáles son los incentivos del Banco Central para retornar a los niveles históricamente normales de su tasa de política? Dada su independencia no debería haber ningún contratiempo para iniciar el proceso de retorno de su postura. Sin embargo, un aumento de la tasa de interés puede generar un encarecimiento en el financiamiento del fisco en el mercado interno y también puede alterar la cotización de la moneda local haciendo que el pago de intereses por deuda externa tenga un peso mayor en las finanzas públicas. La descoordinación de políticas puede ser perjudicial y podría llevar a una contracción excesiva del gasto público o, peor aún, a un déficit fiscal mayor al esperado.

En el 2020, en muchas economías desarrolladas se ha observado severas contracciones de la actividad económica producto de las cuarentenas y correspondientes caídas de las expectativas inflacionarias, en este complejo escenario varios Bancos Centrales empezaron a comprar en el mercado secundario, activos financieros gubernamentales, de esta forma el financiamiento de los déficits fiscales pasaron a ser en forma indirecta. En la crisis financiera global de 2008, varios bancos centrales adquirieron bonos privados y públicos de alta calificación como una manera de atenuar la crisis, darle liquidez al sistema financiero y facilitar el financiamiento de un mayor gasto público. Esta política fue denominada como *quantitative easing* (QE, siglas en inglés), y a diferencia de la antigua práctica de los bancos centrales de financiar el aumento del gasto del gobierno con nuevas emisiones de títulos; en el 2008 y en el 2020, los bancos centrales financiaron a los gobiernos, sin que esto signifique imprimir billetes, pero si aseguraron la reducción de costos de nuevas emisiones de bonos públicos y estimular la demanda agregada.

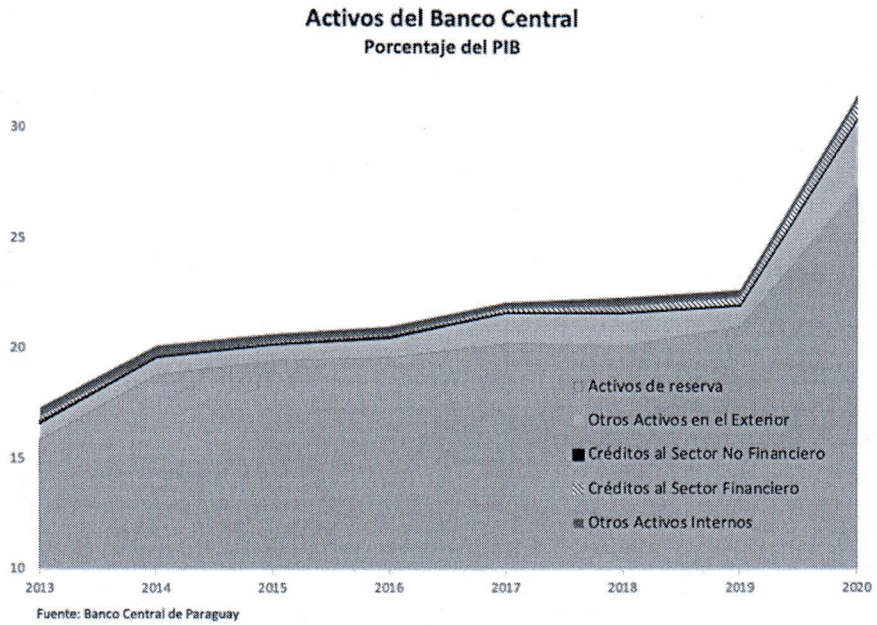
Estas operaciones QE de la banca central hace que se abulte su balance, y en este contexto, la autoridad monetaria no tienen incentivos para elevar la tasa de interés, pues reduciría el valor de mercado de esos títulos, y con ello se desvirtua su objetivo, el de llevar la inflación al interior del rango meta preestablecido. Finalmente, esto puede socavar la estabilidad económica.

En cualquier caso, si existe un conflicto de objetivos entre ambas autoridades el comportamiento dinámico de la deuda pública se verá afectada por esta interacción no cooperativa. Una aplicación

empírica es que los países con banco centrales más independientes deberían exhibir bajos déficit presupuestarios.

La figura 1 muestra la composición de los activos del Banco Central de Paraguay en porcentaje del PIB. Se observa el fuerte incremento de los activos en el exterior, activos de reserva aumentó 6,4 puntos del PIB y otros activos en el exterior lo hizo en 2,1 puntos del PIB. Estos incrementos se debe principalmente a la depreciación del guaraní frente al dólar ocurrido en el 2020 y al aumento de las inversiones en valores extranjeros. También se registra un aumento de los créditos al sector financiero, que pasó de 0,32% a 0,67% del PIB, a pesar que este incremento fue casi el doble, no es representativo en la composición de los activos del banco central. En el mismo año, los créditos al sector no financiero, que incluye al gobierno central, se incrementaron en 5 mil millones de Gs., pero ese incremento resulta insignificante en el balance del banco central.

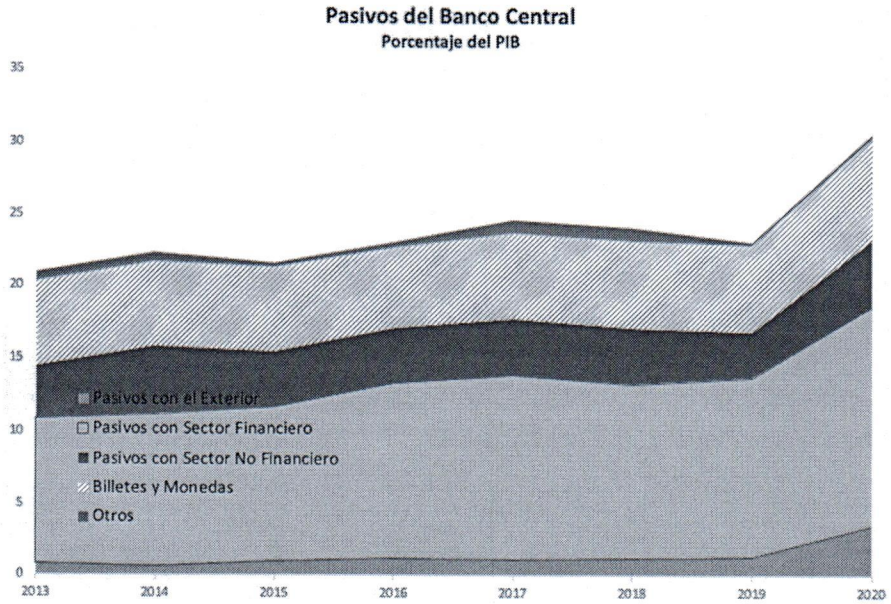
Figura 1



La composición de los pasivos del banco central ha mostrado un incremento en casi todos sus rubros. En la figura 2 se observa que los pasivos con el sector financiero y los pasivos con el exterior fueron los de mayor incremento, el primero con un aumento de 2,2% del PIB y el segundo con un aumento de 2,7% del PIB. Los mayores saldos de los instrumentos de regulación monetaria a tasas reducidas junto con el incremento de los depósitos para operaciones de mercado explican el aumento de los pasivos con el sector financiero.

También se registran aumentos en los pasivos con el sector no financiero, 1,6% del PIB, que corresponden principalmente a los depósitos de la Administración Central, mientras que los billetes y monedas en circulación aumentaron en 1,1% del PIB, algo inusual en el periodo analizado.

Figura 2



Fuente: Banco Central de Paraguay

Como se ha mencionado, el año 2020 fue un año atípico y el balance del banco central refleja la postura de la autoridad monetaria. El objetivo fue proporcionar la mayor liquidez a la economía y eso lo refleja el incremento de los depósitos del sector financiero y el aumento de los billetes y monedas en circulación. La adquisición de títulos financieros de del sector privado financiero y la concesión de créditos al sector público con el fin de aumentar la liquidez de ambos sectores permitió incrementar los activos del banco, pero con poca relevancia en el agregado.

Con estos resultados, la política monetaria en Paraguay tiene el desafío de regresar a su postura neutral en los próximos años. Sin embargo, los cambios registrados en su balance en el 2020 permiten predecir que el camino de retorno no será complicado pues no se prevén conflictos de interés con la suba progresiva de su tasa de política monetaria, a diferencia de la situación en los Estados Unidos, donde el FED mantiene un posición de activos financieros públicos y privados que le impide acelerar el paso de un aumento de su tasa de política lo que debilita su postura de combate contra la inflación.[1]

***

[1] Esta conclusión fue advertida inicialmente por Del Negro y Sims (2015). Goodhart y Pradhan (2021) son conscientes del deterioro de la política monetaria para reducir la inflación debido a sus abultados balances y proponen que los bancos centrales desarrollen planes concretos.