



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ASUNCIÓN
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**

**DIRECCIÓN DE POSGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
(MBA)**

TESIS DE MAESTRÍA

**ANÁLISIS DE LAS HERRAMIENTAS DE GESTIÓN DEL
RIESGO CAMBIARIO APLICADAS POR FRIGORÍFICOS
DE EXPORTACIÓN DEL PARAGUAY EN EL PERÍODO
2011-2013**

Autor: Lic. MIGUEL ANGEL COSTA BORDÓN

**Tutor de Tesis: Prof. Econ. JORGE SCHREINER
Tutora Metodológica: Prof. Ms. LETICIA CAROSINI**

San Lorenzo, Agosto 2016

HOJA DE AUTORIZACIÓN

TEMA DE TESIS:

Análisis de las Herramientas de Gestión del Riesgo Cambiario aplicadas por frigoríficos de Exportación del Paraguay en el período 2011/2013

TÍTULO DE LA TESIS:

ANÁLISIS DE LAS HERRAMIENTAS DE GESTIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO APLICADAS POR FRIGORÍFICOS DE EXPORTACIÓN DEL PARAGUAY EN EL PERÍODO 2011-2013

AUTORIZACIÓN DE PUBLICACIÓN ELECTRÓNICA

Autorizo a la Universidad Nacional de Asunción (UNA) la reproducción y divulgación total o parcial de este trabajo por cualquier medio convencional o electrónico, para fines de estudio e investigación, siempre y cuando sea citada la fuente.

Forma de envío

Ficha catalográfica

Costa B., Miguel Ángel

Análisis de las herramientas de gestión del riesgo cambiario aplicadas por
Frigoríficos de exportación del Paraguay en el periodo 2011-2013 / Miguel Ángel Costa
B... – Asunción : Dirección General de Postgrado, FCE,UNA, 2012
125 p. ; 30 cm.

Incluye anexos

Tesis Magíster en Administración de Empresas– Universidad Nacional de
Asunción, Facultad de Ciencias Económicas, Dirección General de Postgrado.

1. Riesgo cambiario
2. Frigoríficos-Exportación-Paraguay.
3. Comercio exterior
4. Tipo de cambio
5. Tesis y Disertaciones Académicas – Paraguay. I. Título.

CDD T382.6

HOJA DE APROBACIÓN

Fecha de aprobación del trabajo de Tesis

Integrantes del Tribunal Examinador

.....
.....
.....
.....
.....
.....

Orientador de la Tesis:

.....
Prof. Econ. JORGE SCHREINER

Dedicatoria

A mis queridos padres, quienes me han inculcado el estudio, el trabajo y la honestidad con el ejemplo.

Agradecimiento

A mis profesores de grado, tutores, y mi familia, por el soporte y apoyo.

Las informaciones y opiniones expresadas en esta tesis pertenecen al autor y declaro que esta tesis es mi propio trabajo original y no ha sido sometido antes a cualquier institución con fines de evaluación.

RESUMEN

El presente trabajo analiza las herramientas de gestión de riesgo cambiario aplicadas por frigoríficos de exportación de Paraguay considerando que uno de los aspectos fundamentales que afecta la variable del tipo de cambio es la política monetaria y cambiaria utilizada por el Banco Central del Paraguay (BCP), siendo la corriente de pensamiento vigente en cuanto a herramienta de política monetaria, el Esquema de Metas de Inflación (EMI). La implementación del EMI en una economía pequeña y abierta como el Paraguay presenta desafíos a la autoridad monetaria. El problema a resolver en esta tesis es ¿qué herramientas de gestión utilizan los frigoríficos exportadores de Paraguay para enfrentar las variaciones en el tipo de cambio?, y para ello se establece como objetivo general, el análisis de las herramientas de gestión del riesgo cambiario aplicadas por empresas frigoríficas exportadoras de Paraguay en el periodo 2011 al 2013. El presente estudio tiene una perspectiva metodológica de investigación bibliográfica documental que busca identificar las principales características sobre Política Monetaria y Cambiaria aplicadas por el BCP, específicamente de la denominada Metas de Inflación; complementada con una investigación de campo en empresas frigoríficas exportadoras del Paraguay a fin de comprender como éstas se encuentran expuestas al riesgo cambiario por el hecho de recibir sus ingresos en moneda extranjera y sus egresos en moneda local. Los principales resultados de la investigación evidencian que este riesgo es común por la naturaleza del negocio, pudiendo ocasionar variaciones positivas o negativas en los ingresos; por lo cual se plantea el Valor en Riesgo (VaR) como metodología para la administración del riesgo de cambio aplicable a una empresa frigorífica exportadora de Paraguay. Como principal recomendación se sugiere el desarrollo de un gerenciamiento formal y estratégico del riesgo cambiario comprendiendo los siguientes aspectos: análisis del ciclo operativo, cálculo del VaR, establecer una política de cobertura de riesgo cambiario, realizar operaciones de cobertura disponible y fijar procedimientos de evaluación de riesgo.

Palabras clave: Gestión, Riesgo Cambiario, Frigoríficos

SUMMARY

This paper analyzes the management tools of exchange risk applied by meat export companies of Paraguay considering that one of the key issues affecting the variable exchange rate is monetary and exchange rate policy used by the Central Bank of Paraguay (BCP), being the current prevailing thinking in terms monetary policy tool, Inflation Targeting (EMI). The implementation of EMI in a small open economy such as Paraguay presents challenges to the monetary authority. The problem to be solved in this thesis is what management tools is being used for meat exporters companies of Paraguay to face changes in the exchange rate?, and it is established as a general objective, the analysis of tools applied for meat exporting companies of Paraguay in the period 2011 to 2013 to face the exchange risk management. This study is a methodological perspective of documentary bibliographical research that seeks to identify the main features of Monetary and Exchange Policy implemented by the BCP, specifically the so-called Inflation Targeting; complemented by field research in meat exporting companies of Paraguay to understand how they are exposed to currency risk because their income received in foreign currency and local currency expenses. The main results of the research show that this risk is shared by the nature of the business and can cause positive or negative variations in income; so the value at risk (VaR) as a methodology for risk management of exchange applicable to a meat export company of Paraguay could arise. As main recommendation the development of a formal and strategic management of foreign exchange risk is suggested the following understanding: analysis of the operating cycle, calculation of VaR, establish a policy for hedging exchange risk hedging transactions available and set assessment procedures risk.

Key words: Management, Exchange Risk, Meat Industry

INDICE

	Página
INTRODUCCIÓN	1
Capítulo 1. MARCO TEORICO REFERENCIAL	4
Capítulo 2. METODOLOGÍA Y TÉCNICAS	11
2.1 Hipótesis de investigación y variables identificadas.....	11
2.2 Metodología y técnicas de investigación.....	11
2.3 Diseño metodológico de las técnicas de recolección de información utilizadas.	13
Capítulo 3. DESCRIPCION DE LA INDUSTRIA FRIGORIFICA EN PARAGUAY EN EL PERIODO 2000-2013	15
3.1 Breve reseña histórica de la industria frigorífica en Paraguay en el periodo 2000-2013.	15
3.2 Principales mercados de exportación de frigoríficos de Paraguay	20
3.3 Condiciones de financiamiento bancario vigentes para la industria frigorífica en Paraguay	23
3.4 Incentivos gubernamentales vigentes en Paraguay para el fomento al desarrollo de la industria frigorífica.....	28
Capítulo 4. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN PARAGUAY DURANTE EL PERIODO 2011-2013	31
4.1 Descripción del Esquema de Metas de Inflación	31
4.1.1 Ventajas del Esquema de Metas de Inflación	32
4.1.2 Desventajas del Esquema de Metas de Inflación	33
4.1.3 Precondiciones para la implementación del Esquema de Metas de Inflación .	34
4.1.4 Marco legal de implementación del Esquema de Metas de Inflación en Paraguay	37
4.1.5 Resultados de la implementación del Esquema de Metas de Inflación en Paraguay	38
4.2 Evolución del régimen cambiario en Paraguay en el periodo 2000-2013.....	40
4.3 Factores que afectan el tipo de cambio en Paraguay	41
4.4 Tipo de Cambio como canal de transmisión de la Política Monetaria en Paraguay	42
4.5 Tipo de Cambio como incentivo de competitividad en Paraguay	44
Capítulo 5. ANALISIS DEL RIESGO CAMBIARIO	47
5.1 Definición de riesgo cambiario.....	47
5.2 Tipos de riesgo cambiario.....	47

5.3	Causas del riesgo cambiario en un frigorífico de exportación de Paraguay	49
5.4	Posición de cambios en un frigorífico de exportación de Paraguay	51
Capítulo 6. ESTUDIO DE LAS HERRAMIENTAS DE COBERTURA DE RIESGO CAMBIARIO EN PARAGUAY		
54		
6.1	¿Por qué tomar cobertura de riesgo cambiario?.....	54
6.2	Herramientas de cobertura riesgo de cambio.....	55
6.3	Herramientas de cobertura riesgo de cambio disponible en Paraguay.....	56
6.4	Contrato forward en Paraguay.....	58
6.5	Ventajas y desventajas del contrato forward	60
6.6	Comparativo de costos de cobertura riesgo de cambio en Paraguay	61
Capítulo 7. METODOLOGIA VAR: PROPUESTA DE APLICACIÓN AL RIESGO CAMBIARIO EN FRIGORIFICOS DE EXPORTACION DE PARAGUAY		
63		
7.1	Riesgo cambiario en el mercado de Paraguay	63
7.2	Descripción de la metodología VaR.....	64
7.2.1	Componentes del VaR.....	65
7.2.2	Métodos de cálculo del VaR.....	65
7.2.3	Desarrollo de cálculo del VaR	66
7.3	Limitaciones de la metodología VaR	69
7.4	Propuesta metodológica para administrar el riesgo cambiario en un frigorífico de exportación en Paraguay.....	69
7.4.1	Administración de riesgo cambiario en frigoríficos de exportación según expertos en el tema.....	69
7.4.2	Aplicación del modelo VaR como metodología de administración del riesgo cambiario.	73
Bibliografía		81
Anexos		91

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1. Destino de las exportaciones de carne bovina y menudencias del Paraguay año 2013	22
Figura 3.2. Concentración de créditos del sistema financiero de Paraguay (por actividad). Diciembre 2013.....	24
Figura 4.1. Clasificación del régimen cambiario “de facto” de Paraguay.....	41
Figura 5.1. Riesgo de tipo de cambio.....	50
Figura 5.2. Cuadro Resultado Diario Posición de Cambios	52
Figura 5.3. Resultado en PYG Posición de Cambios	53
Figura 6.1. Supuestos de resultados en operación de exportación „„„„„.....	59
Figura 6.2. Comparativo de resultado	60
Figura 6.3. Cuadro comparativo de costo de cobertura de riesgo cambiario	62
Figura 7.1. Cuadro comparativo de importes de Contratos Forward contra valores de Importación y Exportación en Paraguay	64
Figura 7.2. Cuadro sinóptico de los principales resultados de las entrevistas a expertos financieros de los cuatro principales frigoríficos de exportación de Paraguay.....	72

LISTA DE TABLAS

Tabla 3.1. Cantidad de bovinos faenados en Paraguay para exportación y consumo interno año 2000-2013	18
Tabla 3.2. Consumo de carne a nivel mundial en el periodo 1964-2030	20
Tabla 3.3. Segmentación de productores ganaderos de Paraguay año 2012	21
Tabla 4.1. Efecto traspaso del tipo de cambio en países de América Latina año 2010..	44
Tabla 7.1. Calculo VaR diario	67
Tabla 7.2. Calculo del VaR con dos niveles de confianza	68

LISTA DE SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIMBOLOS

BCP – Banco Central del Paraguay
EMI – Esquema de Metas de Inflación
FAO – Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura
FMI – Fondo Monetario Internacional
MERCOSUR – Mercado Común del Sur
OCDE - Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PIB – Producto Interno Bruto
PYG – Guaraní
SENACSA – Servicio Nacional de Calidad y Salud Animal
USD – Dólar americano
VAR – Value at Risk (Valor en Riesgo)

INTRODUCCIÓN

“En la última década el Paraguay ha logrado importantes avances en el aspecto macroeconómico, con sólidos resultados en el ámbito fiscal, monetario y con el inicio de importantes reformas fiscales” (Banco Mundial, 2014, párrafo 3). El Banco Central del Paraguay (BCP) ha comenzado en el año 2011 el proceso de migración de su política monetaria al llamado Esquema de Metas de Inflación (EMI), con el objetivo de alcanzar una estabilidad de precios en el largo plazo, basado en sus tres pilares fundamentales, credibilidad, transparencia y rendición de cuentas.

Las circunstancias que conducen a una exposición de riesgo cambiario son múltiples y complejas, sobre los cuales la empresa poco o nada puede hacer para evitar que se manifiesten, en consecuencia, la hipótesis de trabajo constituye el análisis de las herramientas utilizadas por empresas frigoríficas exportadoras de Paraguay en el periodo 2011 al 2013 para confrontar la variabilidad del tipo de cambio.

El sector cárnico tiene una gran tradición en Paraguay siendo uno de los sectores productivos más antiguos del país, según Arce (2012). La industria frigorífica del Paraguay ha logrado un importante crecimiento en sus exportaciones como consecuencia de la apertura de los mercados internacionales, el mejoramiento de las condiciones sanitarias de la ganadería y la inversión directa realizada por los frigoríficos en sus plantas de producción. El tipo de cambio juega un rol importante en la industria frigorífica del Paraguay debido a que una alteración en el tipo de cambio nominal puede afectar la rentabilidad y la subsistencia de la empresa en el tiempo, la pregunta de investigación de ésta tesis consiste en ahondar sobre ¿qué herramientas de gestión utilizan los frigoríficos exportadores del Paraguay para enfrentar las variaciones en el tipo de cambio como consecuencia de la política monetaria llamada Metas de Inflación, aplicada por el Banco Central del Paraguay?, para tal efecto se utiliza la entrevista a los encargados financieros

de los principales frigoríficos de exportación del Paraguay a fin de conocer como administran el riesgo cambiario para finalmente proponer una metodología para el gerenciamiento del mismo.

El presente estudio tiene una perspectiva metodológica de investigación bibliográfica documental que determina las principales características sobre la Política Monetaria denominada Metas de Inflación, la Política Cambiaria aplicada por el BCP analizando el riesgo cambiario y las herramientas de cobertura de riesgo de tipo de cambio conocidas. La investigación de campo en empresas frigoríficas exportadoras del Paraguay permite comprender como ésta se encuentra expuesta al riesgo cambiario. Por el método de entrevista a gerentes financieros de cuatro frigoríficos de exportación que operan en el Paraguay, Frigorífico Concepción, Frigomerc, JBS Paraguay y Frigorífico San Pedro, se recopila información sobre la forma en que éstos frigoríficos gestionan el riesgo cambiario clasificando las herramientas encontradas, proponiendo una metodología de su manejo.

El trabajo se compone de siete capítulos; en el primer capítulo señala el marco teórico referencial sobre el riesgo cambiario, la política monetaria conocida como EMI y la metodología VaR. El segundo capítulo detalla la metodología y técnicas de investigación empleadas. El capítulo tercero señala el crecimiento y evolución de la industria frigorífica en Paraguay su crecimiento y evolución, se describen las condiciones del mercado financiero en Paraguay así como los incentivos por parte del gobierno para el desarrollo industrial. El cuarto capítulo refiere sobre la política monetaria y cambiaria aplicada en Paraguay en el periodo 2011-2013, el origen del EMI su definición, las precondiciones de su implementación señalando además sus ventajas y desventajas, se describe la evolución del régimen cambiario del Paraguay en el periodo 2000-2013, explica la política cambiaria del BCP, factores que afectan el tipo de cambio, canales de transmisión y se analiza como factor de competitividad. El capítulo quinto examina el riesgo cambiario definiéndolo, se indican los tipos de riesgo y sus causas, se define y ejemplifica la forma de determinar la posición cambiaria. El sexto capítulo estudia las diferentes herramientas de cobertura de riesgo cambiario conocidas y las disponibles en

Paraguay, la importancia de las mismas analizando en particular el contrato forward, apuntando sus ventajas y desventajas, se desarrolla un cuadro comparativo de los costos de las diferentes herramientas. El capítulo séptimo se ocupa de ofrecer una propuesta metodológica para el manejo del riesgo cambiario, analiza la utilización de herramientas de cobertura en el mercado financiero de Paraguay, describe la metodología VaR señalando sus componentes, limitaciones, metodología de cálculo y ejemplo de aplicación.

Capítulo 1. MARCO TEORICO REFERENCIAL

Existen dos aspectos principales de la interdependencia de las economías del mundo, según Abel-Bernanke- Croushore (2008), el primero es el volumen del comercio internacional de bienes y servicios, que ha aumentado de manera constante desde la Segunda Guerra Mundial, las empresas hoy día producen bienes y servicios atendiendo los mercados nacionales y extranjeros, requiriendo mayor cantidad de materias primas procedentes de fuentes distantes. El comercio internacional ampliado ha aumentado la productividad al permitir la especialización en la producción de bienes y servicios adaptados a los recursos naturales y humanos, sin embargo, la expansión del comercio también implica que las economías nacionales son más dependientes de lo que ocurre en otros países. El segundo aspecto es la integración global de los mercados financieros permitiendo el desarrollo de un sistema mundial de comercio integrado.

El riesgo está en el núcleo de la actividad económica, una empresa se expone a diversos tipos de riesgos en el curso de su actividad comercial, las variaciones en el tipo de cambio constituye un riesgo importante, motivo por el cual, las empresas deben evaluar el alcance que dichas fluctuaciones pueden tener sobre sus resultados. Laurent (2013), define el riesgo de cambio como la variabilidad adicional –ganancias o pérdidas - experimentada por una corporación multinacional debido a fluctuaciones inesperadas de la moneda. Según Keat-Young (2004) existen tres tipos de riesgo cambiario; operativo, transaccional y contable, por su parte Jacque (1996) refiere que el tipo de cambio es una variable por si misma inestable, no está en su naturaleza que sea fija, tratar de predecir el tipo de cambio es un juego de tontos, así como no tomar cobertura del riesgo cambiario es una especulación. Si bien es cierto que las fluctuaciones en el tipo de cambio no siempre representan una pérdida, o lo que es igual, la empresa puede obtener beneficios inesperados, sin embargo, se debe tener en cuenta que el objetivo de una empresa es obtener un lucro genuino derivado del margen comercial de su actividad dejando de lado la tentación de aventurarse en operaciones especulativas.

Toda empresa que realiza cobros o pagos a plazo en una moneda diferente a la de su país de origen se expone a un riesgo cambiario, puesto que, desde que se concreta la operación comercial hasta que se recibe efectivamente el pago por la mercadería, transcurre un periodo de tiempo en el cual las divisas, por las condiciones propias de cada mercado, sufren variaciones en su valor, Gómez-Martínez, (2003) señalan que una empresa asume un riesgo cambiario cuando; i) recibe cobros o debe efectuar pagos en moneda extranjera, ii) cuando tiene registrado en su balance activos denominados en moneda extranjera y, iii) al tomar financiamiento en moneda extranjera. Las circunstancias que conducen a una exposición de riesgo cambiario son múltiples y complejas, sobre los cuales la empresa poco o nada puede hacer para evitar que se manifiesten. De acuerdo con Hernández (2003) el análisis del riesgo cambiario se basa en tres puntos esenciales; i) identificar el riesgo, ii) analizar los mecanismos disponibles para su cobertura, iii) seleccionar los más idóneos.

La expansión de los mercados que logra una empresa exportadora constituye un importante logro en su desarrollo, pero de la misma forma que aumenta su portafolio comercial se incrementa su riesgo de cambio, según Feria (2005) el principal problema que ha condicionado la gestión y el control de este riesgo, es su medición, sostiene además que la volatilidad es la palabra que mejor define el comportamiento de los mercados financieros en las últimas tres décadas, como causa de la globalización de la economía, la integración de los mercados y los avances tecnológicos, que han contribuido a irradiar los efectos de tales acontecimientos de manera exponencial.

Los métodos y técnicas empleados para la medición del riesgo han evolucionado en la historia hasta llegar al concepto de VaR, Jorion (2007), lo define como un método para evaluar un riesgo por medio de técnicas estadísticas, ésta técnica resume la peor pérdida en un horizonte de tiempo definido que no puede exceder con un cierto grado de certidumbre y asumiendo condiciones normales de mercado. Toda empresa necesita cuantificar el VaR de su cartera, según Penza-Bansal (2001), la metodología de VaR puede ser utilizada para evaluar las posibles pérdidas por el mantenimiento de determinados bienes. Definen el VaR como un concepto estadístico y por sí mismo es solo

un número, el cual representa la máxima pérdida, con determinado grado de certeza, que una empresa podría incurrir sobre su portafolio de activos debido a movimientos normales de los precios de mercado. Al analizar las metodologías del VaR Linsmeier-Pearson (1996), identifican tres métodos; Simulación histórica, Varianza-covarianza y Simulación Montecarlo, los mismos autores concluyen que el método de simulación histórica es adecuado para el riesgo de tipo de cambio. Para De Lara (2005) el método de simulación histórica presenta las siguientes ventajas; i) es fácil entender para ejecutivos que no son expertos en conceptos estadísticos ii) es realista puesto que se basa en una serie de tiempo de datos reales iii) no utilizan supuestos de correlaciones y volatilidades que en situaciones de movimientos extremos en los mercados no pueden cumplirse, las correlaciones y volatilidades están implícitas en el cálculo de VaR, iv) no utiliza supuestos, v) se puede aplicar a instrumentos no lineales (opciones). Melo-Becerra (2006) coinciden en que ésta metodología evita la imposición de supuestos acerca de la distribución de retornos y resulta fácil de implementar, pero señalan que es sensible al tamaño de la muestra. De Lara (2005) refiere que el tamaño ideal de la muestra oscila entre 250 y 500.

Se realiza un análisis de las herramientas disponibles en los mercados financieros internacionales a los efectos de eliminar o mitigar el riesgo cambiario basado en los estudios de Hernández (2003), y Becker-Fabbro (2006), verificandose que en el Paraguay existen menor cantidad de instrumentos de cobertura del riesgo de cambio, en efecto, en Paraguay existen dos mecanismos para la cobertura del riesgo cambiario; i) contrato forward, ii) operación sintética o alternativa al forward.

El desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario en Paraguay se remonta al año 1989, con la Resolución N° 3, del BCP Acta N° 28 del 28 de febrero de 1989 donde establecía las condiciones para las operaciones de cambio a futuro para el financiamiento de la producción agroindustrial, ésta operativa fue evolucionando y se introdujeron modificaciones en las diferentes resoluciones posteriores a fin adecuarlas a las exigencias del mercado y para promover la eficacia del sistema financiero. Rige en la actualidad la Resolución N° 8 Acta N° 13, del 26 de febrero del 2013 del BCP que regula las operaciones de Divisas a Término para las entidades del sistema financiero.

El BCP por mandato legal es la autoridad económica en el país encargada de diseñar la política monetaria y cambiaria. De acuerdo a la Ley N° 489/95 Carta Orgánica, son objetivos fundamentales del BCP preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda promoviendo la eficacia y estabilidad del sistema financiero. El BCP establece mediante la Resolución N° 22, Acta N° 31 del fecha 18 de Mayo de 2011, la implementación institucional del EMI para la gestión de la Política Monetaria, y fundamenta la implementación en principios macroeconómicos que establecen “que un banco central no tiene la capacidad de incidir directamente en el crecimiento económico ni en el nivel de empleo, lo único que está a su alcance es la capacidad de mantener la inflación a niveles bajos y estables”. La teoría y el aporte empírico indican que el hecho de alcanzar niveles bajos y estables de inflación posibilita, a su vez, que la economía pueda desenvolverse con normalidad generando crecimiento económico e incrementando el empleo, aspectos básicos para alcanzar el desarrollo. No obstante, la Ley N° 489/95 Orgánica del BCP establece que el BCP debe implementar su política monetaria a través de un programa monetario anual junto con los demás organismos técnicos del Estado.

El EMI constituye la corriente principal de los economistas en cuanto a política monetaria, como refieren Bernanke-Mishkin (1997) está caracterizado por el anuncio oficial de un rango meta para la inflación como ancla nominal en uno o más horizontes de tiempo teniendo como objetivo primordial una inflación baja y estable, utilizando la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria o, como también se la denomina, la tasa de política monetaria. Bernanke-Laubach-Mishkin (2001) citan otras importantes características como: un vigoroso esfuerzo para comunicar al público acerca de los planes y objetivos de las autoridades monetarias y, los mecanismos para fortalecer la responsabilidad de las autoridades para alcanzar esos objetivos.

Masson-Savastano-Sharma (1997) y Mishkin (2007) encuentran condiciones diferenciales para implementar un EMI en países en vías de desarrollo, la política monetaria debe ser independiente y no sujeta a consideraciones fiscales, como tampoco debe estar sometida a otras anclas nominales como el tipo de cambio o los salarios, por

otra parte Berganza-Broto (2011), sostienen que las economías emergentes enfrentan un dilema entre cumplir una meta de inflación estricta, lo que implica un tipo de cambio totalmente flexible, o una meta de inflación flexible, lo que supone implementar intervenciones cambiarias para moderar su volatilidad. Igualmente, Svensson (1998) analiza la función del tipo de cambio bajo el EMI en una economía pequeña y abierta encontrando consecuencias importantes sobre la inflación, tasas de interés y riesgo país.

Al analizar la aplicación del EMI en el Paraguay, Gustale-Heisecke (2011) examinan las condiciones y los desafíos para su implementación ésta va más allá de la simple determinación de una meta numérica y explícita mencionando cinco elementos esenciales del régimen, los cuales no deben ser considerados como un conjunto de normas rígidas para hacer política monetaria, en otro trabajo, Gustale (2010), analiza el modelo de política monetaria y demuestra que una economía pequeña, abierta e integrada al resto del mundo, como el caso de Paraguay, debe estar preocupada por la variabilidad de la inflación, igual conclusión llega Fernández (2013).

El tipo de cambio es importante en Paraguay, Gustale-Heisecke (2011) señalan que el mismo debería ser de plena flotación o al menos de esquemas intermedios, como bandas de flotación y luego permitir la flotación de la moneda, igualmente Biederman-Barrail (2012) apuntan que un EMI requiere—para tener éxito— un alto grado de flexibilización en el tipo de cambio.

En Paraguay son frecuentes los titulares de prensa sobre la cotización del dólar y las manifestaciones de diferentes sectores económicos reclamando un tipo de cambio más alto o más bajo, pero, últimamente las protestas más notorias provienen del sector exportador, quienes abogan por un tipo de cambio más depreciado, de manera a fomentar la competitividad. Cresta (2012) afirma que el BCP sostiene un tipo de cambio sobrevaluado con el objetivo de mantener la inflación dentro del rango meta establecido. El FMI en su Informe País N° 14/60 de Febrero del 2014 afirma que el guaraní se encuentra 8% por encima de su nivel de equilibrio. Existe una vasta cantidad de teorías

sobre los regímenes de tipo de cambio, Dornbush-Fisher-Startz, (2011), De Gregorio (2007) y Abel-Bernanke-Croushore (2008) lo clasifican en tipos de cambio fijos y tipos de cambio flexibles. Stone-Anderson-Veyrune (2008) lo ordenan en regímenes de paridad fija, paridad fija pero con mayor flexibilidad y el régimen de flotación. Samuelson-Nordhaus (2010) lo distinguen en tipos de cambio fijos, tipos de cambio flexibles o flotantes y tipos de cambio administrados. El FMI en su Reporte sobre Tipos de Cambio año 2013 clasifica los regímenes en cuatro grupos, tipo de cambio fijo, paridad flexible, tipos de cambios flotantes y otros regímenes.

Al describir el tipo de cambio, se distinguen el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real, el tipo de cambio nominal se define como el precio relativo de la moneda entre dos países, mientras que el tipo de cambio real según Rojas-Fernández (2001) considera además del tipo de cambio nominal, los movimientos de precios de los países, por lo tanto, el tipo de cambio real es visto como un termómetro de la relación de competitividad externa, además de otras teorías como el de oferta y demanda; paridad del poder de compra; balanza de pagos y el enfoque monetarista según Mochón-Becker (2003), Larrain- Sachs (2002), De Gregorio (2007), Schettino (2002).

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte anual sobre tipo de cambio y restricciones cambiarias año 2013, clasifica al régimen cambiario del Paraguay como “other managed arrangements”, menciona que el tipo de régimen cambiario de “facto”, es un régimen flotante, en el cual el precio es determinado por la oferta y la demanda, se entiende por de facto, aquel régimen declarado ante el FMI por el BCP. El mismo informe señala que el BCP interviene en el mercado cambiario para suavizar los efectos de fluctuaciones no deseadas, Gustale-Heisecke (2011) señalan que las intervenciones del BCP dan la impresión de que la política monetaria tiene objetivos múltiples y que sus acciones planteen dudas sobre su prioridad, la estabilidad de precios. La concentración en la inflación como el único objetivo de política requerirá intervenciones menos frecuentes. De acuerdo al Informe Anual del BCP año 2013, el total de su intervención en compras y ventas en el mismo año asciende a USD 1.8m millones de dólares.

El objetivo del BCP es preservar y salvaguardar la estabilidad de la moneda, interviniendo a fin de estabilizar el mercado ante ofertas y demandas estacionales, flujos de capital y ataques especulativos que puedan distorsionar el mercado además de promover la eficiencia y estabilidad del sistema financiero. En el informe del FMI sobre la consulta del Artículo IV realizada en febrero 2014 el BCP refiere: “Las autoridades confirmaron que se adhieren a una política de tipo de cambio flexible y que no fijan un nivel de tipo de cambio como meta.”

El tipo de cambio es un canal muy importante de transmisión de la política monetaria en Paraguay. De acuerdo al Informe País N° 14/60 del FMI el efecto traspaso del tipo de cambio disminuyó a 21,5% en el período 2000-2013, desde 26,7% en 2000-2010. Igualmente Abbate-Caballero-Wenninger (2013) concluyen que el efecto traspaso al IPC (Índice de Precios al Consumidor) es 0,27 al tanto por uno (un coeficiente alto) lo cual significa que el BCP debe considerar con mucho cuidado esta variable ya que influye en gran medida y a veces muy rápidamente sobre la tasa de inflación. Un tipo de cambio estable y competitivo requiere un marco de política que incluya políticas macroeconómicas prudentes, un sector financiero sólido y un banco central creíble, siendo la política monetaria consistente con los objetivos de tipo de cambio.

Capítulo 2. METODOLOGÍA Y TÉCNICAS

2.1 Hipótesis de investigación y variables identificadas

El presente trabajo sustenta la hipótesis que “El análisis de las herramientas para gestionar el riesgo cambiario aplicado por empresas frigoríficas exportadoras de Paraguay en el periodo 2011 al 2013 permite analizar los efectos del riesgo cambiario como parte de la operativa de una empresa frigorífica de exportación en Paraguay.

Se identifican las siguientes variables “las herramientas para el manejo del riesgo de tipo de cambio de una empresa frigorífica exportadora de Paraguay” como variable independiente y los “efectos del riesgo cambiario como parte de la operativa de una empresa frigorífica de exportación en Paraguay” como variable dependiente.

2.2 Metodología y técnicas de investigación

El presente estudio tiene una perspectiva metodológica de investigación bibliográfica documental identifica las principales características del riesgo cambiario, las herramientas de cobertura de riesgo cambiario disponible, la metodología utilizada por los frigoríficos de exportación de Paraguay para el efecto, así como la Política Monetaria y Cambiaria, específicamente la denominada Metas de Inflación, teniendo en cuenta que esta política ha sido adoptada hace dos décadas en Nueva Zelanda y debido a sus buenos resultados ha sido implementada por numerosos países, tanto industrializados como en vías de desarrollo o emergentes, teniendo diferentes resultados en cada uno de ellos. En ese sentido, se detallan las pre-condiciones necesarias de acuerdo a la doctrina para su implementación efectiva por parte del BCP considerando las características económicas del Paraguay, una economía abierta, dolarizada y emergente. Para el efecto, se utiliza como fuente los papeles de trabajo y publicaciones de National Bureau of Economic Research y publicaciones, datos estadísticos e informe país del Fondo Monetario

Internacional. La implementación de las Metas de Inflación en el Paraguay es analizada a partir del trabajo de Jazmin Gustale Gill, y Cristina Heisecke, Adopción de Metas de Inflación en el Paraguay, además los siguientes artículos de investigación difundidos por el BCP; Política monetaria en Paraguay: Metas de inflación, un nuevo esquema y Metas de Inflación: base de la estabilidad presente y futura, desarrollada por Carlos Fernández.

El aspecto del riesgo cambiario fue analizado en base a los trabajos de Gómez-López, Riesgos financieros y operacionales internacionales y la obra de Lázaro Hernández, Los riesgos y su cobertura en el comercio internacional. El caso de Paraguay fue abordado tomando como referencia los trabajos de Rojas-Fernández, Determinantes del tipo de cambio real en Paraguay 1970-2000 y Rojas-Rodríguez-Patiño, Estimación del efecto pass-through para la economía paraguaya.

Para el análisis de la metodología VAR se aplicó el trabajo de Philippe Jorion, Value at Risk: the new benchmark for managing financial risk, del autor José Manuel Fera, El riesgo de mercado: su medición y control, y por último Alfonso De Lara con su obra Medición y control de riesgos financieros.

Este estudio tiene un carácter exploratorio que analiza el tipo de cambio, como uno de los canales de transmisión de la política monetaria, el cual es importante en la economía del Paraguay por el alto grado de apertura comercial con el resto del mundo; y dado que una alteración en el tipo de cambio nominal impacta sobre la demanda y oferta de moneda extranjera, lo cual determina el nivel del tipo de cambio, esta variación en el precio determina la viabilidad de las exportaciones de los frigoríficos en Paraguay. La información del tipo de cambio es analizada a partir de los datos del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto del BCP, en cuanto a la industria frigorífica del Paraguay es estudiada utilizando información estadística del Servicio Nacional de Calidad y Salud Animal, sección comercio internacional y mercado, además de reportes anuales del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos.

Luego de analizar las diferentes fuentes citadas anteriormente se llevó a cabo la investigación de campo en empresas frigoríficas exportadoras del Paraguay, el cual permitió comprender como éstas se encuentran expuestas al riesgo cambiario por el hecho de recibir sus ingresos en moneda extranjera y sus egresos en moneda local, este riesgo es común por la naturaleza del negocio, pudiendo ocasionar variaciones positivas o negativas en los ingresos, así mismo, el plazo de comercialización del producto incrementa el riesgo, por la probabilidad de una variación desfavorable en el tipo de cambio, pudiendo extinguir los márgenes de ganancia esperados.

Por el método de entrevista semi-estructurada, siguiendo con un esquema de preguntas guías a gerentes financieros de cuatro frigoríficos de exportación que operan en el Paraguay, Frigorífico Concepción, Frigomerc, JBS Paraguay y Frigorífico San Pedro, se recoge información sobre la forma en que éstos frigoríficos gestionan el riesgo cambiario clasificando las herramientas encontradas.

2.3 Diseño metodológico de las técnicas de recolección de información utilizadas.

La entrevista es una forma oral de comunicación interpersonal, que tiene como finalidad obtener información en relación a un objetivo, según Acevedo (1988). De acuerdo con Gainza (2006) la técnica de la entrevista en profundidad es una técnica cualitativa que pone en relación de comunicación directa cara a cara (investigador-entrevistado) con el que se establece una relación de conocimiento dialógica, espontánea, concentrada y de intensidad variable. Es una técnica que genera gran cantidad de información.

La entrevista se desarrolla en base a una estrategia metodológica cualitativa focalizada en las experiencias y responsabilidades de las personas encargadas de gestionar directamente el riesgo cambiario en las empresas objeto de la muestra.

Al seleccionar las empresas y a los entrevistados se tuvieron en cuenta los siguientes criterios:

- Frigoríficos de Paraguay con un alto volumen de exportación
- Personas que tengan a su cargo el manejo de las operaciones cambiarias

El criterio de selección de las empresas frigoríficas ha sido definido para que el mismo sea representativo del mercado frigorífico de exportación de Paraguay, seleccionando las siguientes empresas: Frigorífico Concepción, Frigomerc, JBS Paraguay y Frigorífico San Pedro, el total exportado por éstos frigoríficos en el año 2013 representó el 84% del total de las exportaciones de carne del Paraguay en el mismo año.

Las personas entrevistadas ocupan cargos gerenciales donde una de sus principales responsabilidades es la administración del riesgo cambiario. Las entrevistas se desarrollaron en forma personal, utilizando un esquema de preguntas de carácter abierto - con el fin de que el entrevistado pueda expresarse libremente y recoger sus experiencias- y dirigidas sobre cuatro aspectos claves; administración del riesgo cambiario, utilización del contrato forward, política cambiaria y política monetaria aplicada por el BCP. Se ha elaborado un cuadro que resume información clave obtenida de las entrevistas presentando un cuadro lógico que distingue preguntas, objetivos y resultados. A partir del análisis de las respuestas de las entrevistas se obtuvieron interesantes resultados que posibilitaron comprender las prácticas de gestión aplicadas, permitiendo ampliar la visión del riesgo de cambio. Las entrevistas se realizaron en las oficinas de las empresas y la duración de cada una de ellas estaba en relación a la disponibilidad de tiempo de los entrevistados.

El resultado de la entrevista permite, en base a los datos obtenidos y analizados, la elaboración de una propuesta metodológica para identificar, analizar, evaluar y controlar los efectos adversos de las variaciones del tipo de cambio en los frigoríficos de exportación de Paraguay.

El esquema de las preguntas guías se encuentra en el Anexo.

Capítulo 3. DESCRIPCION DE LA INDUSTRIA FRIGORIFICA EN PARAGUAY EN EL PERIODO 2000-2013

El siguiente capítulo trata en forma breve el desarrollo en Paraguay de la industria frigorífica la cual ha experimentado una mayor internacionalización en los últimos años y una significativa transformación de la capacidad productiva del país, motivados por las excelentes perspectivas a nivel mundial del consumo de carne bovina. Se reseña las condiciones de financiamiento vigentes en Paraguay donde se destaca la dificultad en cuanto al plazo y la deficiencia de las instituciones estatales presentando como alternativa el mercado de valores. Se describe las políticas vigentes en Paraguay para el desarrollo industrial así como los principios constitucionales que garantizan las inversiones.

3.1 Breve reseña histórica de la industria frigorífica en Paraguay en el periodo 2000-2013

“En términos generales la estructura de las exportaciones paraguayas ha sufrido grandes cambios en los últimos diez años, particularmente en lo correspondiente a su estructura y capacidad de inserción internacional.” Guillen (2014 p.1), en el año 2013 las exportaciones totales han sido ocho veces más que el valor promedio del periodo 1990-2002, destacándose la capacidad de inserción mundial de las exportaciones dado que en el periodo 1990-2002 los envíos constituyeron 11% del PIB, mientras que en el 2013 alcanzó 24% del mismo. Este hecho indica que la producción paraguaya ha experimentado una mayor internacionalización en los últimos años y una significativa transformación de la capacidad productiva del país. También se observan cambios importantes en los productos de exportación, el algodón representaba en los años noventa el 30% del total exportado, mientras que en la actualidad no llega al 1%, la competencia del algodón en la actualidad es la soja, producto agrícola intensivo en capital junto con sus derivados, aceites y pellets concentran 60% del valor de las exportaciones totales, los productos de la carne pasó de ser 6% del total exportado en los noventas a 16% en la actualidad.

En los últimos diez años, el crecimiento anual promedio de la economía nacional medida por el PIB, fue de 3,6% (cálculos propios del autor en base a Informe Económico del BCP), el sector pecuario por su parte, ha registrado un crecimiento promedio de 4,39% con variaciones significativas, en el año 2005 se registra un crecimiento de 15,1%, sin embargo, en el año 2011 se registra una caída de 7,1% explicada por los problemas sanitarios. Ken (2014) Informe del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, refiere que el Paraguay ocupa el octavo puesto a nivel mundial de países exportadores de carne en el año 2013, con un volumen de 210.000 toneladas de producto bovino comercializado, significando un ingreso de 1.300 millones de dólares con un precio promedio por tonelada de USD 5.111, se estima un incremento de 8% en la exportación para el año 2014 con un volumen estimado de 330.000 toneladas con un mercado de exportación de 33 países, el crecimiento de la producción de carne es resultado del continuo crecimiento del hato, e incremento en la eficiencia productiva, a pesar de los episodios sanitarios del 2011 y 2012, se espera un mayor impulso del sector dada la reapertura de los principales mercados de exportación. La evolución de la ganadería en la última década es resultado de las inversiones realizadas en el sector y el mejoramiento genético desarrollado por los productores, el sector cárnico de Paraguay se destaca por un gran potencial de crecimiento, óptimas condiciones de desarrollo y estatus sanitario.

Para Arce (2012), el desarrollo del Paraguay como exportador de carne bovina no es un hecho aislado, respecto a sus socios del Mercado Común del Sur (MERCOSUR), ya que está relacionado con el aumento sustancial de Brasil como productor y oferente en el mercado mundial, los avances de Uruguay y Paraguay en la producción de carne con mayor calidad destinado a los mercados de exportación y el declive relativo de las exportaciones argentinas. Si bien en los cuatro países del MERCOSUR ha crecido la exportación de carne bovina, las intensidades han sido muy diferentes para cada país. Ser parte del MERCOSUR ha beneficiado al Paraguay en su búsqueda de nuevos mercados y para el posicionamiento de sus productos, declara Arce (2013), como país pequeño y mediterráneo, pertenecer a un bloque de integración le ha otorgado a Paraguay el peso necesario para lograr acuerdos comerciales con países de mayor porte y economías

emergentes. El relacionamiento comercial que ha ganado el Paraguay con los países extra regionales forma parte de los nuevos mercados que se han abierto para la exportación paraguaya. Los países socios son: Israel, India, Egipto y SACU¹.

El sector ganadero ha recibido una fuerte inversión en los últimos años, atrayendo numerosos inversores de países del MERCOSUR debido a las condiciones de producción y el precio más bajo de la tierra. El hato ganadero ha venido creciendo en un promedio de 5 a 6%, y se espera continúe en ese ritmo, se proyecta que el número de cabezas ascienda a 15 millones en el año 2014, y 19 a 20 millones en el año 2020. Existen 130.000 productores, de los cuales el 90% tienen menos de 100 cabezas, el restante 10% con aproximadamente 12 millones.

De acuerdo al Departamento de Agricultura de los Estados Unidos en su reporte anual de producción ganadera año 2011, el Paraguay contaba con 10 frigoríficos autorizados para exportación, cuatro de ellos concentraban entre el 50/55% del total de las exportaciones, la mayoría de las empresas son locales, mientras que tres de ellas son de capital brasileño en el año 2014 se incrementó a 12 grandes plantas de faena, y 16 plantas preparadas para exportación, siendo 7 plantas de compañías brasileñas y 3 plantas de cooperativas menonitas. Las plantas exportadoras faenaron en el 2013 1,6 millones de cabezas. Además de las plantas de exportación, existen otras 50 pequeñas plantas en el gran Asunción que procesan carne para el mercado local.

La apertura de nuevos mercados para Paraguay en el año 2008 provocó una fuerte inversión brasileña en industrias frigoríficas, las empresas brasileñas Bertin, Independencia y Minerva compraron acciones de empresas frigoríficas paraguayas, con miras a la venta de carne a los países de la Unión Europea, el frigorífico Minerva anunció una inversión de 4 millones de dólares en Paraguay con la compra del 70% del paquete accionario de Frigobeef y opera en Paraguay bajo el nombre de Frigorífico Asunción SA. El frigorífico brasileño Independencia concretó la compra de prácticamente el total del

¹ SACU: Southern African Customs Union ó Unión Aduanera de África Austral, que aglutina a los siguientes países: Bostwana, Lesoto, Namibia, Sudafrica, Swazilandia.

Frigorífico Guaraní por unos 14 millones de dólares, el frigorífico Bertín, adquirió en el año 2007 la Industria Frigorífica Paraguaya S.A., operando actualmente bajo la denominación de Quality Meat. También se encuentra operando el frigorífico Concepción, la mayor industria frigorífica del Paraguay que nació hace 7 años con capital brasileño.

De Albuquerque-De Oliveira (2007), apunta que en 2007 un grupo de empresas frigoríficas de carne bovina con capital brasileño utilizaron como estrategia de expansión internacional, la apertura de su capital a la bolsa de valores por la vía de emisión de nuevas acciones ordinarias en un proceso conocido como Oferta Pública Inicial, este grupo estaba formado por la empresas JBS, Marfrig y Minerva, esta expansión también fue apoyada, mediante la compra de acciones de estas empresas por el gobierno de Brasil, a través del Banco de Desarrollo de Brasil la cual posee participación accionaria en empresas con fuerte presencia internacional, tales como, Frigoríficos Bertin 27%; Marfrig 14,6% y JBS 13%. Rojas-de Cerqueira (2012), señala la existencia de una estrategia explícita de promoción de la internacionalización como un brazo de la Política de Desarrollo Productivo en los sectores donde el país ya tenía comprobada competitividad -minería, petróleo y petroquímica, papel y celulosa, carnes, etanol y siderurgia- la Política de Desarrollo Productivo establece programas para expandir su liderazgo internacional.

La calidad de la materia prima ofertada en los países del Mercosur y la tenencia de la Cuota Hilton propició la expansión del dominio de los frigoríficos brasileños en los países del bloque, con excepción de Argentina donde las dificultades enfrentadas por los frigoríficos brasileños en los últimos años debido al control de precio interno impuesto a las exportaciones, costo de producción e insuficiente oferta de animales, han llevado a las ventas de activos en ese país y al fortalecimiento de la presencia en Paraguay y Uruguay.

Tabla N° 3.1.

Cantidad de bovinos faenados en Paraguay para eportación y consumo interno años 2000 a 2013					
Año	Cabezas destinadas a exportación	%	Cabezas destinadas a consumo interno	%	Total cabezas
2000	311.723	59%	219.941	41%	531.664
2001	397.208	68%	186.244	32%	583.452
2002	380.944	67%	188.256	33%	569.200
2003	337.832	60%	222.858	40%	560.690
2004	564.383	73%	205.339	27%	769.722
2005	855.038	87%	129.471	13%	984.509
2006	999.908	87%	155.199	13%	1.155.107
2007	911.997	88%	129.853	12%	1.041.850
2008	1.022.911	89%	131.099	11%	1.154.010
2009	1.192.581	97%	36.023	3%	1.228.604
2010	1.487.557	99%	11.622	1%	1.499.179
2011	1.070.822	99%	6.414	1%	1.077.236
2012	1.199.110	97%	40.229	3%	1.239.339
2013	1.603.745	99%	18.105	1%	1.621.850

Fuente: Estadística pecuaria. SENACSA año 2014

De acuerdo a la publicación de Beefpoint de fecha 13/09/2012 con la compra del frigorífico Frigomerc por parte de Minerva de Brasil, el Brasil amplió su dominio sobre la cadena de carne bovina del Paraguay, juntos los frigoríficos brasileños Minerva, JBS y Torlim pasan a tener el procesamiento del 60% del ganado de exportación. En el 2011, estas tres empresas de capital brasileño eran responsables del 49%, 72.000 toneladas de las 142.000 toneladas destinadas a la exportación, en términos monetarios representa 377 millones de dólares, del total de 755,7 millones de dólares del mercado de exportación. Se estima que solo Frigomerc, la segunda mayor planta del Paraguay, ha exportado cerca de 20.000 toneladas valoradas en 110 millones de dólares, con esta adquisición, Minerva espera facturar 150 millones de dólares/año y su participación de mercado pasará de 8% a 20%. El frigorífico Torlim, es líder en Paraguay, con una capacidad de faena diaria estimada entre 1,5 mil y 2 mil cabezas, exportó cerca de 35.000 toneladas representando 173 millones de dólares en el 2011, poseyendo el 23% de las exportaciones del mercado, en segundo lugar está el frigorífico JBS con una exportación de 22.400 toneladas o 140,9 millones de dólares en el año 2011 con una participación del 19%. Los productores brasileños están trayendo experiencia y capital en el país, así las empresas de procesamiento también están invirtiendo en plantas más cercanas al ganado para facilitar su procesamiento, JBS, que posee dos plantas frigoríficas en Paraguay, anunció la inversión en una nueva planta situada al norte de Paraguay por valor de 100 millones de

dólares la cual comenzará sus operaciones al final del año 2015 o principios de 2016.

3.2 Principales mercados de exportación de frigoríficos de Paraguay

De acuerdo al informe OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2013-2022, los precios de la carne se mantendrán altos en términos reales durante la próxima década debido a los cambios en los fundamentos del mercado: lento crecimiento de la producción y una mayor demanda, ésta se mantiene firme por el aumento de los ingresos y el crecimiento de la población sobre todo en las economías emergentes BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) y de forma más general en muchos otros países en desarrollo.

Tabla N° 3.2

Consumo de carne a nivel mundial en el período 1964-2030							
(en kg/persona)	1964/66	1974/76	1984/86	1994/96	1997/99	2015	2030
Mundo	24,2	27,4	30,7	34,6	36,4	41,3	45,3
Países en desarrollo	10,2	11,4	15,5	22,7	25,5	31,6	36,7
Latinoamérica y Caribe	31,7	35,6	39,7	50,1	53,8	65,3	76,6
Países industrializados	61,5	73,5	80,7	86,2	88,2	95,7	100,1
Economías en transición	42,5	60	65,8	50,5	46,2	53,8	60,7

Fuente: Elaboración propia con datos de FAO año 2012

La producción mundial de carne vacuna para 2014 tendrá una suba leve a 58,6 millones de toneladas, ya que la mayoría de los productores se beneficiarán de alimentos para el ganado más baratos y de la creciente demanda. El consumo mundial se prevé que esté levemente por encima del récord del año 2013 con 57 millones de toneladas. Brasil e India representan la mayor parte de ese crecimiento en volumen. Arce (2012 p.3) sostiene que “la mayor demanda de proteína animal se traduce en una importante oportunidad para los países exportadores de carne. En este sentido, los países de MERCOSUR se ven beneficiados por una coyuntura donde sus principales competidores mantienen un nivel de producción estable o con tendencia a la baja.” El sector cárnico tiene una gran tradición en el Paraguay, siendo uno de los sectores productivos más antiguos del país, sin embargo,

históricamente ha sido considerado un producto para el mercado interno, debido a su calidad. La mejora genética del ganado en Paraguay ha permitido competir en los exigentes mercados internacionales y colocar su producto dentro de las mejores del mundo. Esta estrategia ha dado importantes réditos, transformándolo en un sector clave de la economía donde la producción ganadera sobre el PIB ha aumentado su porcentaje de participación en más de 3%. La ganadería es un rubro muy importante para el país, no solo por el ingreso de divisas que ha generado por exportación de carne en los últimos años sino también por la cantidad de familias que se dedican a este rubro, de acuerdo con datos del Instituto Interamericano de Cooperación y Desarrollo al año 2013 existen en Paraguay 122.421 fincas ganaderas con un total de 13.376.456 de cabezas.

El volumen de exportación del Paraguay, y los precios obtenidos por la carne, está estrechamente relacionada con la condición sanitaria, actualmente Paraguay es considerado por la OIE (Organización Mundial de Sanidad Animal) como libre de fiebre aftosa con vacunación y con un riesgo insignificante de EEB (enfermedad de las vacas locas). Los últimos brotes de fiebre aftosa fueron en septiembre de 2011 y enero de 2012. La mayoría de los mercados a los cuales el Paraguay vende normalmente están totalmente abiertos, con excepción de la Unión Europea y el mercado estadounidense debido a las preocupaciones de la fiebre aftosa.

Tabla N° 3.3

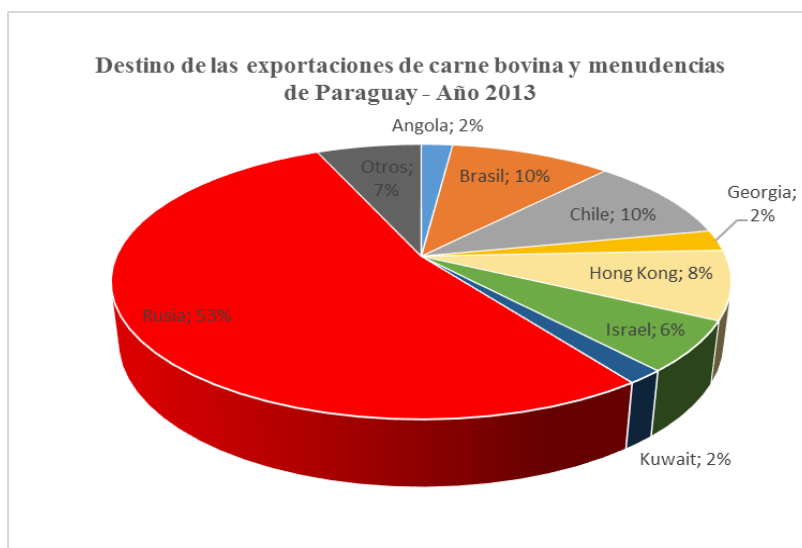
Segmentación de productores ganaderos de Paraguay año 2012		
Estratificación por cabeza	Productores	Cantidad de ganado
Menores a 100	107.189	1.820.634
Entre 100 y 500	10.663	2.362.850
Más de 500	4.377	6.611.035

Fuente: Estadística pecuaria año 2012. Ministerio de Agricultura y Ganadería Paraguay

La carne bovina exportada a la Unión Europea responde a la Cuota Hilton. La Cuota Hilton es el nombre informal del contingente tarifario reglamentado por la comisión reglamentaria N° 936/97 del 27 de mayo de 1997 para la Unión Europea. Se compone de

una cuota de 58,1 mil toneladas de carne de vaca fresca, refrigerada y congelada de alta calidad. Los proveedores son Argentina, Brasil, Uruguay, Paraguay, Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda. La protección que la Unión Europea efectúa a su mercado por medio de los gravámenes impuestos por el régimen comercial de la Política Agrícola Común, hace inviable las exportaciones de terceros países de carne crudas (refrigeradas o congeladas) si las mismas no se efectúan dentro de cuotas en las que tales gravámenes, llamados equivalente tarifario o ET, están reducidos o eliminados en su totalidad. Actualmente tienen un arancel del 12,8 % y un gravamen a la importación (equivalentes tarifarios) de 3.034 Ecu/ton., en el transcurso de la llamada Rueda Tokio del GATT (Acuerdo General de Aranceles y Comercio), en 1979, varios países, denunciaron el creciente proteccionismo agrícola europeo. Se acordó así, con la entonces Comunidad Económica Europea, una cuota de cortes vacunos de alta calidad, lo que significó colocar productos libres de aranceles o retenciones y con un derecho aduanero equivalente al 20 %, a partir de 1980, como una forma de compensar a los exportadores de los países perjudicados y evitar protestas masivas en foros internacionales. Esta cuota tomó el nombre de Hilton porque nació para abastecer la distribución de carne en la cadena de hoteles de categoría de este nombre.

Figura N° 3.1



Fuente: Estadística pecuaria de SENACSA, 2014

Según datos del Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura, al cierre del año 2013, el principal mercado de exportación de la carne paraguaya es Rusia, con una participación de 53,47% del total exportado, en segundo lugar ocupa Brasil con 10,04% y en tercer lugar Chile con 9,84%, Respecto a Chile, que es un mercado importante para Paraguay, hasta el brote de aftosa del 2011 tenía una participación significativa, el volumen del mercado de carne de Chile en el 2008, estaba compuesto por 29,30% de carne paraguaya y en el 2010, esta cifra subió a 42,43%. Antes del rebrote de aftosa, registrado en setiembre de 2011, Paraguay tenía el 36% del mercado de la carne chilena, Brasil el 27%, Argentina el 17% y Australia 11%, por sobre otros países. Sin embargo, esta situación cambia drásticamente en el 2012, ya que Paraguay no figura en el mercado chileno, esta situación fue aprovechada por Brasil que paso a tener el 47% de las importaciones chilenas, superando ampliamente a Argentina con un 23%, a Australia con un 13% y a Uruguay, que ingresa al país trasandino, con el 11%. A principios del año 2013 Chile habilita nuevamente su mercado a la carne de Paraguay pero restringiendo a un reducido número de frigoríficos lo cual fue superado en el mes de julio al habilitar completamente las importaciones provenientes de Paraguay.

3.3 Condiciones de financiamiento bancario vigentes para la industria frigorífica en Paraguay

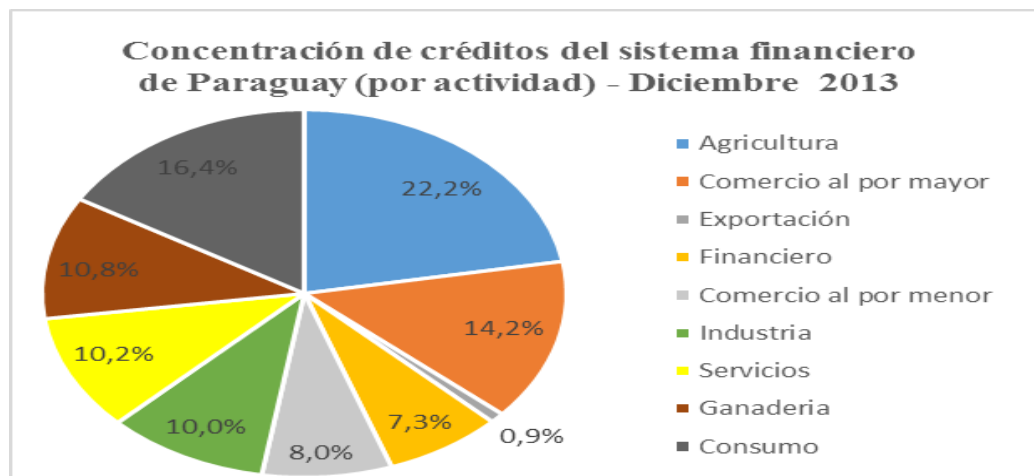
La ganadería en el Paraguay tiene como característica principal el alto grado de tradición en el proceso productivo siendo la producción familiar una de las más elevadas del MERCOSUR, según el Ministerio de Agricultura y Ganadería de Paraguay la producción ganadera está tipificada en tres estratos:

1. Pequeña producción, caracterizada por la escasa capacitación de los productores, elevado nivel de pobreza, conocimiento empírico, escaso o nulo contacto con los eslabones de la cadena comercial, faena para autoconsumo o demanda local. Deficiente participación en campañas sanitarias, estos productores se concentran en fincas menores a 20 hectáreas y cantidad de ganado menores a 100.

2. Mediana producción, concentra a productores entre 100 y 500 cabezas, con mejores indicadores del segmento anterior, acceden a algún tipo de asesoramiento, generalmente entidades financieras de crédito formal, con mejores niveles de producción y se encuentran integrados a la cadena comercial.
3. Grandes productores con fincas de más de 500 cabezas, responsables por el abastecimiento a la cadena de carne, sin embargo se registra una gran variabilidad en su grado de desarrollo, pudiendo resumirse en dos grandes grupos: i) tradicionales, comprenden estancias localizadas en zonas de praderas naturales y humedales (14 millones de hectáreas, 35% del territorio en las regiones Oriental y Occidental del Paraguay), caracterizados por mayores niveles de capacitación, pero aferrados a sistemas de producción tradicionales extensivos basados en la experiencia. Acceden a créditos, participan en la cadena comercial y en las campañas sanitarias, ii) grandes explotaciones, caracterizadas por la innovación y modernización las cuales manejan con conceptos empresariales en sus fines y administración. Constituyen el sector más dinámico de la ganadería bovina, siendo responsables de los avances en la modernización de la producción. Realizan importantes inversiones en infraestructura, genética, sanidad e intensificación de la producción.

La importancia del buen funcionamiento de los mercados financieros es importante para un desarrollo sostenido, en la medida que los mercados financieros funcionan bien, se garantiza un mayor volumen de inversiones para un país, y la inversión es probablemente el componente más significativo de estímulo de crecimiento de las economías. De acuerdo con datos del BCP al cierre del año 2013, el sistema financiero del Paraguay está compuesto por 16 bancos y 11 financieras, las Cooperativas también forman parte del sector financiero, pero sin supervisión de la Superintendencia de Bancos, existen 489 cooperativas de producción ahorro y crédito.

Figura N° 3.2



Fuente: Informe de estabilidad financiera Noviembre 2014 – BCP

La cartera de préstamos del sector financiero del Paraguay al mes de Diciembre 2013 distribuido por sector económico Figura N° 7.2, muestra una clara concentración en el sector comercio, al por mayor y menor que junto con la cartera de consumo representan 38,6% del total del sistema, otro segmento importante es el de agricultura con 22,2% representado principalmente por la producción de soja, el sector ganadero, un sector primario con un 10,8% y el sector industrial con una baja participación del 10%.

Es importante destacar la participación de los préstamos en moneda extranjera del sector industria, el cual muestra un sostenido crecimiento desde marzo 2013. Las variaciones del tipo de cambio afectan el valor en guaraníes de los préstamos asumidos en moneda extranjera pudiendo dañar la solvencia y la capacidad de pago de los prestatarios. Una depreciación incrementa el valor en guaraníes de préstamos tomados en dólares, lo que dificulta el pago por parte de los prestatarios con ingresos en guaraníes. Al mes de noviembre del año 2013, tanto, los depósitos bancarios del sector privado en moneda extranjera como la cartera crediticia bancaria, mostraron una ligera reversión hacia la moneda extranjera, en tal sentido, la participación de los depósitos bancarios del sector privado en moneda extranjera representó el 46% del total de los depósitos del sector privado, 16,4 puntos porcentuales por debajo de lo registrado en el año 2003. En tanto, en la cartera crediticia bancaria, la proporción de los créditos en moneda extranjera es de

45% a noviembre del año 2013.

Una característica resaltante del mercado financiero en Paraguay es el plazo de los depósitos, lo cual incide sobre el plazo máximo de los créditos, como señala Borda (2010) “el sector financiero paraguayo opera básicamente sobre un horizonte de corto plazo y eso incluye en alguna medida al sector público. El sistema que carece de créditos de largo plazo limita los planes de inversiones para impulsar la productividad.”, igualmente Bejarano y otros (2012) afirman que Paraguay es una economía abierta y pequeña con un sistema financiero caracterizado por la predominancia de operaciones financieras de corto plazo (depósitos privados y préstamos) y un mercado de capitales no desarrollado. La Unión Industrial Paraguay en su Memoria del año 2013 refiere que han mantenido reuniones con representantes del Banco Mundial sobre un programa de inclusión financiera donde uno de los puntos analizados ha sido la falta de crédito a largo plazo.

Al mes de noviembre del año 2013, las tasas de interés activas en moneda nacional del sistema bancario aumentaron ligeramente en relación al mismo período del año anterior. Por otro lado, las tasas de interés pasivas moneda nacional tuvieron un comportamiento descendente. Las tasas activas y pasivas en moneda extranjera presentaron la misma tendencia disminuyendo con respecto al mismo mes del año anterior. El margen de intermediación, medido por la diferencia entre la tasa activa y la pasiva, alcanzó al mes de noviembre del año 2013 un nivel de 14,75% en moneda nacional y 5,62%, en moneda extranjera, mientras que en el año 2012 dichos márgenes fueron de 12,91% y 5,53%, respectivamente. A noviembre de 2013, las tasas activas en moneda nacional y extranjera presentan un promedio de 17,95% (no incluyen sobregiros y tarjetas de crédito) y 8,48%, respectivamente, mientras que el promedio para igual período del año anterior fue de 17,08% y 8,82%, respectivamente. Las tasas pasivas en moneda nacional y moneda extranjera, registran niveles promedios de 6,91% y 2,92%, respectivamente.

La banca pública de desarrollo, compuesta por el Banco Nacional de Fomento, Agencia Financiera de Desarrollo, Crédito Agrícola de Habilidadación, y el Fondo Ganadero

son responsables por el financiamiento al sector agropecuario e industrial, sin embargo, Borda (2010) apunta que persisten problemas y desafíos para la banca pública; i) los servicios financieros llegan a un sector relativamente pequeño de beneficiarios, sin alcanzar a la mayoría de las micro, pequeñas y medianas empresas, y, en particular, a la agricultura familiar campesina, ii) el sector financiero paraguayo opera básicamente sobre un horizonte de corto plazo y eso incluye en alguna medida al sector público. Un sistema que carece de créditos de largo plazo limita la inversión y la productividad, iii) el desarrollo del sector financiero público fue poco innovador para ofrecer productos financieros diferentes a los tradicionalmente ofertados por el sector privado, y poco capaz de incluir a nuevos potenciales beneficiarios. El Banco Nacional de Fomento según Ross-Yépez -Garay (2014) Informe País del FMI N° 14/61 sobre las carteras bancarias de préstamos al final del año mencionan que alrededor del 43% del crédito concedido por el banco estatal de desarrollo – séptimo del sistema en tamaño- son préstamos de consumo.

Otra opción de financiamiento es el Mercado de Valores, en el año 1991, se promulga la Ley N° 94/91 del Mercado de Valores Paraguayo, por medio de la cual se crea el marco legal requerido para el inicio de las operaciones bursátiles y se crea la institución reguladora del mercado, la Comisión Nacional de Valores. La Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., reabre sus puertas y en el año 1993 se realiza la primera rueda de negociación de valores, con la participación de 9 sociedades emisoras, iniciándose así las operaciones del Mercado de Valores en el Paraguay. En el año 1998, se deroga la Ley N° 94/91 y se promulga la Ley N° 1284/98, que junto a la Resolución Comisión Nacional de Valores N° 763/04 conforman el marco legal que actualmente rige al Mercado de Valores y a la Comisión Nacional de Valores. Ante una necesidad de financiamiento por parte de una industria, para ampliar sus instalaciones, elevar su capital operativo, etc., tiene varias alternativas de conseguir los fondos; i) fondos propios, es decir que el o los propietarios de la firma aporten parte de su disponibilidad o riqueza que aún no se encuentran invertidos en el emprendimiento para realizar el proyecto, ii) préstamo del sistema financiero, a cierta tasa de interés establecida por la entidad financiera con un plazo de vencimiento para cancelar la deuda, iii) Mercado de Valores, para obtener los

fondos necesarios, también a una tasa y a un plazo determinado con la diferencia de que la sociedad estructura las tasas y plazos de acuerdo a su necesidad por intermedio de un título valor y lo ofrece al público, quien decide adquirirlo o no. El Mercado de Valor se divide en dos mercados, el mercado primario, de colocación o emisión y el mercado secundario o de reventa.

El financiamiento por el mercado de valores presenta las siguientes ventajas:

Para el Emisor:

- Es una alternativa y complemento del esquema de financiamiento vía banco, permite optimizar la estructura financiera no dependiendo de una sola fuente de recursos.
- Se reduce el costo al evitar la intermediación financiera bancaria.
- Las condiciones de financiamiento se adecuan a las necesidades específicas del emisor, en cuanto a plazo, la tasa de interés, amortización, la modalidad de pago, etc.
- Permite encontrar nuevos accionistas interesados en acompañar nuevos proyectos,
- Proyecta una imagen corporativa, debido a que el público accede a información sobre la sociedad.

Para el inversionista

- Mayor alternativa de inversión según el riesgo y rendimiento deseado.
- Los precios son formados por el libre juego de la oferta y demanda en el mercado.
- Se puede diversificar la inversión por la variedad de instrumentos ofrecidos.
- Mayor liquidez debido a que pueden ser negociados en el mercado secundario.
- Asesoramiento de una casa de bolsa que orienta al inversionista en sus decisiones.
- Control y supervisión del mercado, en cual se pueden encontrar información para la toma de decisión de inversión.

3.4 Incentivos gubernamentales vigentes en Paraguay para el fomento al desarrollo de la industria frigorífica

El desarrollo de políticas de promoción industrial en Paraguay tiene sus inicios en los años 90, según Masi (2005) éste desarrollo es coincidente con el contexto de apertura económica y liberalización iniciada en América Latina, con algunas normas de protección comercial y pobres medidas de incentivos fiscales para las industrias. El Paraguay prácticamente no ha experimentado un proceso de sustitución de importaciones, como otros países de la región, la vulnerabilidad de sus fronteras y su debilidad institucional para contener los flujos del contrabando de importación desde el Brasil y Argentina le transformaron en la economía más abierta del Mercosur, con anterioridad a la apertura regional. A pesar de la escasa protección de la producción doméstica y una amplia libertad comercial, no fueron suficientes para promover inversiones significativas en el sector industrial en las décadas del 60 y 70.

El principal motivador del proceso de industrialización en la década de los 80 ha sido el proceso de modernización económica del Brasil, pero es recién en la década del 90, basados en políticas estatales que han utilizado instrumentos de incentivo fiscal y créditos especiales para el sector, cuando se experimentan progresos en diversos renglones industriales, varios de ellos orientados a la exportación, teniendo al MERCOSUR como principal mercado de destino., también afirma Masi (2005), al comparar los incentivos gubernamentales con los demás países de la región, el Paraguay es el país que menos ayuda estatal ofrece para fomentar la competitividad industrial. Esta realidad es coincidente con la tradición histórica del país cuya característica distintiva ha sido la ausencia de una política de sustitución de importaciones. Las políticas de fomento productivo e industrial siguen siendo escasas y con poco impacto sobre el desarrollo manufacturero del país.

Ley N° 60/90 que establece el régimen de Incentivos Fiscales para la Inversión de Capital de origen nacional y extranjero, es la principal herramienta para la atracción de capitales, esta ley otorga beneficios fiscales a inversiones productivas no obstante, se ha modificado con la nueva ley de reforma tributaria (Ley N°2421/04 Adecuación Fiscal) que elimina una buena parte de estos incentivos fiscales al realizar una reducción importante del porcentaje al impuesto a la renta de las empresas (de 30 a 10%), bajo esta

Ley de acuerdo a la publicación del periódico Última Hora de fecha 23/09/2012 en el 2003, el saldo de inversión de las industrias brasileñas fue de USD 103.031.192, mientras que en el 2011 fue de USD 510.757.300 ocupando el segundo lugar en inversiones realizadas en Paraguay, siendo solamente superado por Estados Unidos. La industria frigorífica del Brasil ha realizado inversiones significativas, el Frigorífico Concepción, inauguró su planta procesadora de cueros, denominada Curtiembre Concepción con una inversión de USD 8 millones, el Frigorífico Minerva adquirió las acciones de Frigomer, uno de los principales frigoríficos del Paraguay e igualmente el Frigorífico Bertín compró las instalaciones del Frigorífico San Antonio e Industria Frigorífica S.A.

La Constitución Nacional establece que toda persona tiene derecho a dedicarse a la actividad económica, lícita de su preferencia, dentro de un régimen de igualdad de oportunidades. Es decir, no existen áreas restringidas para la inversión extranjera, tratamiento discriminatorio ni limitaciones, la Ley N° 117/91 de Inversiones contempla estas garantías constitucionales siendo su objeto la de estimular y garantizar en un marco de total igualdad de inversión nacional y extranjera para promover el desarrollo económico y social del Paraguay, sujetas a que los inversores, tanto nacionales como extranjeros, cumplan tanto el Régimen Tributario como con el Régimen del Trabajo y de Seguridad Social vigentes en el Paraguay.

Capítulo 4. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN PARAGUAY DURANTE EL PERIODO 2011-2013

El presente capítulo señala que la elección de un marco de política monetaria se ha vuelto más complejo en las últimas décadas debido principalmente al desarrollo del comercio y la integración económica global, la estabilidad de precios es actualmente el objetivo ampliamente aceptado de política monetaria basado en la evidencia internacional y la experiencia histórica que una inflación baja y estable contribuye a lograr un crecimiento económico. Este capítulo describe desde una perspectiva histórica el origen del EMI apuntando que su definición es controversial y difiere entre diversos autores. Igualmente se apunta sus ventajas y desventajas y las precondiciones para su implementación, se analiza el marco legal de implementación del EMI en Paraguay señalando que existen ciertas situaciones de conflicto con otros organismos del estado. Se describe el régimen cambiario del Paraguay observando que se han utilizado diferentes políticas y que el mismo es relevante como canal de transmisión de la política monetaria con efecto sobre la competitividad de los frigoríficos de exportación.

4.1 Descripción del Esquema de Metas de Inflación

El desarrollo más significativo en el aspecto de política monetaria desde la década de los años 90 ha sido la adopción generalizada por los bancos centrales de una política llamada Metas de Inflación, Nueva Zelanda en 1990 y Canadá en 1991 fueron los pioneros en éste enfoque, no obstante, Bernanke (1999), señala que las estrategias de política monetaria aplicadas en 1975 por Alemania y Suiza fueron precursores muy importantes. Svensson (2008) sostiene igualmente que Alemania en la década de los años ochenta ha mantenido una inflación baja y estable, contrariamente a lo que ocurría en los demás países, siendo éste un objetivo de política monetaria. Straumann-Woitek (2008) afirman que en 1930 la política monetaria de Suecia fue admirada por la estabilización de los precios y éste éxito se debió a la elección de una política similar a las metas de inflación

aplicada actualmente, en lugar de unos objetivos de tipo de cambio. Houben (2000) manifiesta igualmente que Suecia, al dejar el patrón oro en septiembre de 1931, ha dirigido una política orientada a la estabilización de los precios. En diciembre del año 1989, Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar formalmente las Metas de Inflación, de acuerdo con Bernanke-Laubach-Mishkin-Posen (1999), el cambio en la conducta de la política monetaria fue parte de una reforma de amplio alcance como respuesta a un largo periodo de pobre rendimiento económico.

La definición del EMI es controversial y difiere entre diversos autores, para Agenor-Pereira (2013), Bernanke-Mishkin (1997), Bernanke-Laubach-Mishkin-Posen (1999), Masson-Savastano-Sharma (1997) y Miles-Scott (2005), la meta de inflación es un marco de política monetaria caracterizada por un anuncio público y oficial de un rango para la inflación en un horizonte de tiempo definido, con un compromiso explícito que una inflación baja y estable es el objetivo primario. Por otra parte, Svensson (2010), King (1997), Mishkin (2001) y el Banco Central Europeo (2004) lo definen como una estrategia de política monetaria orientada a mantener la estabilidad de precio centrándose en las desviaciones de las variaciones de la inflación proyectada hacia el objetivo de inflación publicada, mientras que Case-Fair-Oster (2012), lo definen como un ancla nominal, cuando la autoridad monetaria elige un valor de tasas de interés con la expectativa de mantener la tasa de inflación dentro de una banda de valor y en un horizonte de tiempo específico, Woodford (2003) lo define como un procedimiento de decisión sistemática para conducir la política monetaria a un objetivo de inflación.

4.1.1 Ventajas del Esquema de Metas de Inflación

A continuación se exponen las ventajas al implementar un EMI señalando que la misma tiene efecto no solo sobre la inflación propiamente dicha sino que se consiguen otras mejoras:

- Regla y discreción; Bernanke-Laubach-Mishkin-Posen (1999) definen una regla monetaria como políticas que se ejecutan de forma automática. Hammond (2012) refiere que una de

las principales ventajas del EMI es que combina regla y discreción, y es caracterizado como una discreción restringida.

- Expectativa y credibilidad; Kahn-Parrish (1998) refuerzan que la credibilidad es importante para un banco central ya que es la base para la formulación de las expectativas del público sobre la inflación futura
- Transparencia y comunicación; King (1997) señala que la transparencia es una de las características más importantes. Bernanke (2003) manifiesta que la estrategia de comunicación con las autoridades políticas, el mercado financiero y el público en general, es importante siendo que está estrechamente relacionada con la transparencia.
- Marco operativo; Blinder-Ehrmann-Fratzsch-De Haan-Jansen (2008) afirman que ha habido una transformación en la forma en que son dirigidos los bancos centrales. Woodford (2003) refiere el desarrollo de los modelos de escenario macroeconomicos para estimar la inflación.
- Disciplina fiscal; Hammond (2012) refiere ha mejorado la política fiscal especialmente en países latinoamericanos.

4.1.2 Desventajas del Esquema de Metas de Inflación

Los proponentes del EMI a menudo resaltan los resultados del mismo medido en términos de su impacto sobre la inflación, sin tener en cuenta, o dando poca importancia, a los factores reales u otros objetivos económicos, como la reducción de la pobreza, el desempleo o la producción. El EMI, no es una panacea y presenta desventajas.

De acuerdo con Mishkin-Savastano (2000) y Mishkin (2001) los detractores del EMI señalan siete desventajas; el esquema es muy rígido, permite demasiada discreción, tiene el potencial de aumentar la inestabilidad del producto, disminución del crecimiento, pobre responsabilidad del banco central, el esquema no puede prevenir la dominancia fiscal, la flexibilidad requerida por el esquema para los tipos de cambio puede provocar inestabilidad financiera. Bernanke-Laubach-Mishkin-Posen (2001), señalan que el EMI no reduce la inflación sin incurrir en costos de pérdida de producto y empleo, la

credibilidad en el banco central no se adquiere en forma inmediata al implementar el sistema, por último, ésta política no evita los costos de la deflación. Para Blanchard-Dell Ariccia-Mauro (2010), la crisis del 2008 no fue provocada por la política macroeconómica, pero ha expuesto las fallas en las mismas, la demanda agregada colapsó y muchos bancos centrales bajaron sus tasas de política monetaria a cero, obligándolos a recurrir al déficit fiscal. Por su parte, Levin-Natalucci-Piger (2004) analizan el EMI en economías emergentes, afirmando que existe una mayor volatilidad debido al alto componente de los alimentos en la canasta de precios.

4.1.3 Precondiciones para la implementación del Esquema de Metas de Inflación

Un EMI es una estrategia de política monetaria aplicada para controlar la inflación donde el banco central publica una tasa de inflación proyectada u objetivo para luego intentar dirigir la inflación real hacia la meta propuesta mediante el uso de la tasa de interés de corto plazo. Con el fin de lograr y mantener baja y estable la inflación es necesario cumplir con algunas condiciones iniciales o prerrequisitos, los cuales surgen de la experiencia de los países que han establecido este régimen monetario y los cuales serán abordados seguidamente.

- Independencia del banco central; para Alesina-Summers (1993) la disciplina monetaria asociada con la independencia del banco central reducen el nivel y la variabilidad de la inflación. Kahn (2008) afirma que es preferible un banco central con independencia necesaria para implementar medidas a fin de evitar los problemas de coherencia temporal. Debelle-Fisher (1994) sostienen que el problema de la coherencia temporal no apunta directamente a la independencia del banco central como solución al sesgo inflacionario de la política discrecional -más bien- como un argumento para aplicar una regla monetaria en lugar de la discreción y una regla monetaria no requiere de un banco central independiente. Por su parte Bernanke (2010) sostiene la conducción monetaria debe estar libre de la injerencia política.

- Compromiso del Banco Central; el compromiso del banco central puede estar atribuido en forma explícita a través de un mandato legal, sin embargo, Mishkin (2004) señala que un mandato convertido en ley no es un requerimiento necesario, o en algunos casos no es suficiente, debido que en países emergentes la ley importa menos que el público en general y los políticos. El compromiso con la estabilidad de precios es crítico, si el gobierno cambia el objetivo cada vez que el banco central debe adoptar medidas impopulares, las ventajas intrínsecas de construir credibilidad y predictibilidad al mismo tiempo de servir de ancla nominal de las expectativas desaparecerán, resultando en la práctica en una transferencia de discreción de la política monetaria al gobierno, con el consecuente problema conocido como “coherencia temporal”, por esta razón la transparencia y buenas herramientas de comunicación son necesarios en países con problemas de dominancia política.
- Ausencia de dominancia fiscal; Masson-Savastano-Sharma (1997) y Eichengreen-Masson-Savastano-Sharma (1999) señalan que la conducta de la política monetaria doméstica no será dictada o severamente restringida por la actividad fiscal, en términos generales implica que el sector público toma préstamos directamente del banco central y del sistema financiero, esto debe ser bajo o no existente. El gobierno debería contar con una amplia base de ingresos, por lo tanto no dependerá sistemática y significativamente de los ingresos por señoreaje. Que el mercado financiero doméstico tenga la suficiente capacidad para absorber la colocación de la deuda pública y privada, y que la acumulación de la deuda pública no dé lugar a una dinámica explosiva o incómoda. Sargent-Wallace (1981) refieren que existen condiciones de dominancia cuando la autoridad fiscal independientemente establece su presupuesto, anunciando el déficit o superávit corriente y proyectado, la cantidad de bonos a ser vendidos y el financiamiento vía señoreaje. La dependencia del señoreaje es quizás el más simple y común indicador de dominancia fiscal, según DeBelle-Masson-Savastano-Sharma (1998) ésta condición es más notoria en países en desarrollo.
- Competencia e infraestructura técnica; la previsión es crucial para la conducción de la política monetaria, la cual, en el caso de un EMI debe ser orientada hacia el futuro, las proyecciones y análisis sobre la inflación no deberían ser construcciones mecánicas de

un modelo en particular, sino que deben incorporar el mejor juicio de los responsables de la política económica sobre la evolución de la economía en base a un profundo conocimiento de los mecanismos de transmisión monetaria. Para Batini-Laxton (2006) el banco central debe tener la capacidad para prever la inflación a través de los modelos macroeconómicos contando con una serie de datos confiables para su realización. Freedman-Otker-Robe (2009) señalan que las dificultades en la elaboración de modelos y pronósticos de inflación también repercuten en forma negativa sobre la credibilidad de la política monetaria, así como las expectativas sobre la inflación influyen en gran medida sobre la inflación real y por lo tanto en la capacidad del banco central para lograr la estabilidad de precios. El tradicional modelo de expectativas racionales ha sido un caballo de batalla útil para pensar acerca de los problemas de credibilidad y el diseño institucional, pero, en la opinión de Bernanke (2007) es menos útil para pensar sobre las economías en las que, la estructura de la economía está en constante evolución adquiriendo formas que son imperfectamente comprendidas por el público y los políticos, donde además, la función objetivo de los responsables de las políticas no es totalmente conocida por los agentes privados.

- Estructura económica; Ortiz (2009) explica que un banco central con capital negativo podría comprometer su credibilidad e independencia financiera, por ende, el resultado de sus políticas. También podría generar un balance sin solidez suficiente para acometer operaciones de mercado, induciendo así la utilización de instrumentos susceptibles de obstaculizar el desarrollo financiero. La estructura económica del banco central, a fin de considerar su soberanía institucional, según Gutiérrez (2003), se refiere a la capacidad de; i) controlar su propio balance, ii) afectar las tasas de interés y niveles de liquidez para lograr sus objetivos. Para Eijffinger-Haan, (1996), la independencia financiera del banco central depende de la capacidad otorgada al gobierno de financiar sus gastos, ya sea, directa o indirectamente a través de créditos del banco central. Un acceso directo a créditos vía banco central implica que la política monetaria está subordinada a la política fiscal, un acceso indirecto puede resultar en la forma de que el banco central actúe como organismo de caja del gobierno o como administrador de la deuda pública.

- Sistema financiero saludable y desarrollado, un mercado financiero desarrollado facilita la formulación de la política monetaria bajo un EMI, Carare-Schaechter-Stone-Zelmer (2002) sostienen que un mercado financiero líquido y profundo asegura que los movimientos en el mercado de activos transmitan información al banco central acerca de los fundamentos económicos y las expectativas respecto a futuras acciones de política monetaria. Agenor-Pereira da Silva (2013) analizan las experiencias y los desafíos del EMI en países en desarrollo afirmando, con algunas notables excepciones, que los mercados financieros siguen estando poco desarrollados en comparación con los países de altos ingresos. Mishkin (2004) afirma que un sistema bancario débil es particularmente peligroso debido que un banco central no puede elevar las tasas de interés para mantener la meta de inflación sin provocar un colapso del sistema financiero, cuando el mercado percibe ésta debilidad ocurre una salida de capitales derivando en una crisis cambiaria y financiera. Mishkin-Savastano (2000) refieren una alta dolarización de algunos países latinoamericanos, el cual afecta los balances de las empresas, las familias y el sistema financiero, así como la deuda pública, un EMI requiere un tipo de cambio flexible y las economías de la región son abiertas y dependientes del financiamiento externo, los choques de tipo de cambio son inevitables.

4.1.4 Marco legal de implementación del Esquema de Metas de Inflación en Paraguay

La política monetaria establecida actualmente conocida como Metas de Inflación, fue implementada conforme a la Resolución N° 22, Acta N° 31 de fecha 18 de mayo de 2011, fundamentada en el Artículo N° 285 de la Constitución Nacional de la República del Paraguay y en la Ley N° 489/95 Orgánica del BCP. La Constitución Nacional del año 1992, incorpora el Artículo N° 285 de la naturaleza, de los deberes y de las atribuciones, definiendo la autoridad e independencia del banco central en cuanto a la emisión monetaria, sin embargo, respecto a la política monetaria, no tiene la misma condición, debido a que el objetivo de la política económica es responsabilidad del Gobierno

Nacional, y el banco central participa con otros organismos técnicos en la formulación de las políticas, pudiendo interpretarse que la formulación de la política monetaria crediticia y cambiaria podrían estar relegados a intereses políticos dando lugar a la dominancia fiscal.

Por otra parte, la Ley N° 489/95 Orgánica del BCP su Art. 1°. Naturaleza Jurídica, le otorga la independencia necesaria en cuanto a su administración y autoridad para definir la política monetaria a través de un programa monetario anual, por medio del cual se establecen metas intermedias de las variables sobre las cuales la autoridad monetaria puede influir directamente, siempre con el objetivo final de lograr una estabilidad de precios. Sin embargo, en el Artículo 4° de la misma Ley 489/95 establece que “para el cumplimiento de sus objetivos, el BCP ejercerá las siguientes funciones: a) Participar con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria, siendo responsable de su ejecución y desarrollo...”. Por tanto, si bien existe una responsabilidad explícita del banco central de vigilar por la estabilidad de precios, no posee una independencia técnica de la autoridad monetaria de otros órganos administrativos del Gobierno. Este artículo es concordante con el Art. 285 de la Constitución Nacional y tiene la misma característica, menoscaba la posibilidad de que el banco central ejecute adecuadamente su función de determinar las metas y objetivos propios respecto con la estabilidad de precios, dejando abierta la posibilidad de la injerencia política, o de por lo menos, el conflicto entre poderes del Estado.

4.1.5 Resultados de la implementación del Esquema de Metas de Inflación en Paraguay

En su Informe de Política Monetaria al cierre del 2013, el BCP refiere que tras una etapa experimental iniciada en el año 2004, ha decidido la implementación formal del EMI en mayo de 2011, basado que en la experiencia de países adheridos a este esquema ha logrado reducir significativamente el nivel y la volatilidad de la inflación. Por otra

parte, el Presidente del BCP, Carlos Fernández Valdovinos en el documento titulado Metas de Inflación: Base de la estabilidad presente y futura año 2013, manifiesta que el bajo nivel de inflación observado en el año significó igualmente el cumplimiento por tercer año consecutivo del compromiso del BCP con el EMI destacando que los resultados han sido alentadores desde su implementación, lográndose durante este periodo tasas de inflación más bajas y menos volátiles. Al cierre del año 2013, el informe de Política Monetaria del BCP sostiene que ha logrado reducir, no sólo los niveles de inflación, sino también su volatilidad, mediante la aplicación oportuna de medidas de política monetaria. El éxito de este régimen ha incrementado notablemente la credibilidad del BCP, lo que se refleja en una reducción del efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación y en una menor persistencia, además de que consiguió anclar las expectativas en torno a la meta de inflación.

El FMI en su evaluación del año 2013 afirma que el BCP ha hecho significativos avances para implementar el EMI desde el año 2011 y otras medidas están en curso, en línea con las recomendaciones, las medidas implementadas incluyen; i) publicación del informe de inflación y las minutas del comité de política monetaria, ii) ajuste diario del manejo de la liquidez e instrumentos de política, iii) previsiones de la liquidez están siendo preparadas y usadas activamente para las decisiones de manejo de liquidez, iv) el banco central introdujo una facilidad de liquidez y depósito diaria, fijando un corredor de $\pm 1\%$ de la tasa de política, v) modificación del requerimiento de reserva legal de un sistema de montos fijos a un sistema de promedios. La recomendación del FMI a fin de completar la transición a un EMI pleno y posteriormente mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria debe ser el desarrollo de un mercado de dinero activo, además del fortalecimiento de la supervisión de los bancos operantes a fin de reducir la percepción del alto riesgo crediticio entre los mismos. Las medidas macro-prudenciales como la reducción de las exigencias de reservas sobre los depósitos en moneda extranjera, ayudaría al proceso de reducir la dolarización.

4.2 Evolución del régimen cambiario en Paraguay en el periodo 2000-2013

Resulta difícil caracterizar el régimen de tipo de cambio de un país, en efecto, la política cambiaria que un país declara en el informe anual del FMI sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias puede resultar muy distinta de la política que en realidad se aplica, la corriente en la última década es utilizar un régimen cambiario flexible, según Ötker-Robe-Vávra (2007) proporcionan un mayor grado de autonomía de la política monetaria y flexibilidad para responder a las crisis externas, incluyendo los flujos de capital grandes y volátiles.

El Paraguay según el informe de revisión del Artículo IV, del FMI, ha aplicado en el año 2000 y hasta los primeros meses del año 2001 un tipo de cambio anclado al dólar, posteriormente en los años 2002 a 2009 el sistema flexible según el BCP, el FMI lo clasifica “flotación controlada sin pre-anuncio de tipo de cambio” donde la autoridad monetaria trata de influir en el tipo de cambio sin tener un objetivo de tipo de cambio específico, a partir de 2010 hasta 2012 lo califica como “other managed” el cual es una categoría residual en el que se incluyen casos específicos, en el caso de Paraguay, persigue múltiples objetivos de política, entre los cuales el tipo de cambio tiene importancia significativa, en el año 2013 se toman medidas para que la política cambiara esté acorde a un régimen de Metas de Inflación, las autoridades monetarias de Paraguay confirman seguir un régimen de cambio flexible y que el tipo de cambio no es un objetivo de política. El BCP implementó un programa de intervenciones pre-anunciadas tornando la política más transparente, mejor comunicada, y más consistente con un régimen de metas de inflación. Se indica con antelación la frecuencia y el importe de las operaciones de cambio con el propósito de no influir en las expectativas del mercado. En consecuencia, el régimen cambiario fue re-clasificado por el FMI a flotante a partir de julio de 2013.

Figura N° 4.1

Clasificación del regimen cambiario "de facto" de Paraguay	
Año	Exchange Rate Regime
2000	Crawling peg
2001	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2002	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2003	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2004	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2005	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2006	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2007	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2008	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2009	Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate
2010	Other managed arrangement
2011	Other managed arrangement
2012	Other managed arrangement
2013	Floating

Elaboración propia del autor con datos del FMI

4.3 Factores que afectan el tipo de cambio en Paraguay

Al describir el tipo de cambio, se debe reconocer el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real, el tipo de cambio nominal definido como el precio relativo de la moneda entre dos países, mientras que el tipo de cambio real de acuerdo con Rojas-Fernández (2001) consideran además del tipo de cambio nominal, los movimientos de precios de los países, por lo tanto, el tipo de cambio real es visto como un termómetro de la relación de competitividad externa. Las principales teorías utilizadas para determinar los factores que influyen sobre los tipos de cambios son:

- Oferta y demanda: el tipo de cambio es el precio de una moneda expresado en otra, y los determinantes del precio responden a las fuerzas de la oferta y la demanda, según Mochón-Becker (2003) la oferta de divisas está constituida por las exportaciones nacionales, los

ingresos por turismo y las inversiones del resto del mundo, mientras que la demanda de divisas es generada por los importadores nacionales, los gastos de los turistas nacionales que viajan al extranjero y los inversores nacionales en el resto del mundo. El precio responde a la fuerza de la demanda y la oferta.

- Paridad del Poder de Compra: la ley de un solo precio es una parte importante de esta teoría para determinar el tipo de cambio, ésta ley comprende un solo bien transable internacionalmente, mientras que el poder de paridad de compra aplica la ley de un solo precio a todos los bienes transables internacionalmente. Para Larrain- Sachs (2002) la ley de un solo precio establece que, si el mercado interno y externo están unificados, entonces, los precios de los bienes tendrían que ser lo mismo en ambas partes, expresados en una moneda común. El arbitraje es la fuerza que asegura que se cumpla efectivamente la ley de un solo precio.

- La Balanza de Pagos, según Schettino (2002), el tipo de cambio es una variable que los bancos centrales utilizan para hacer política económica. Existen diferentes formas de administrar el tipo de cambio, desde totalmente flexible hasta el totalmente fijo, en el caso de un tipo de cambio fijo, la balanza de pago se ajustará, vía las reservas del banco central. Así, el tipo de cambio se mantendrá fijo al financiar el desequilibrio en la balanza de pagos con reservas, si el desequilibrio es positivo, entonces las reservas crecerán. Con un tipo de cambio flexible, las reservas no se moverían, ya que el tipo de cambio actúa como mecanismo equilibrador de la balanza de pagos.

- El enfoque monetarista desde ésta perspectiva considera la cantidad de dinero circulante en el sistema antes que la disposición del público a mantener divisas extranjeras. De acuerdo a la teoría monetarista, el tipo de cambio se ajusta para asegurar que la cantidad de dinero en cada moneda suministrada es igual a la cantidad demandada. Un incremento en la cantidad de dinero conduce a una inflación, lo que implica una pérdida del valor de la moneda, el cual conducirá a una depreciación del tipo de cambio.

4.4 Tipo de Cambio como canal de transmisión de la Política Monetaria en Paraguay

La importancia del tipo de cambio como canal de política monetaria depende directamente, según Mishkin (2007) del grado de apertura de la economía a los flujos comerciales y al grado de integración a los mercados internacionales de capital. En los casos de un EMI para economías pequeñas y abiertas, Armas-Ize-Levy (2006) señalan que existe una función central del tipo de cambio en la transmisión de la política monetaria a la inflación, donde, un aumento de la tasa de interés doméstica –destinado a enfrentar un posible impacto inflacionario – ocasiona en el corto plazo una apreciación nominal y real del tipo de cambio.

Otro canal de traspaso se da cuando los agentes de una economía tienen deudas expresadas en moneda extranjera e ingresos en moneda local, sean empresas o familias, al depreciarse el tipo de cambio, se necesita más moneda local para pagar las deudas en moneda extranjera, disminuyendo así la riqueza y capacidad de pago. Este fenómeno es conocido como el efecto “Hoja de Balance”. A fin de estimar el coeficiente de traspaso de la depreciación nominal del tipo de cambio a la inflación (pass through) para la economía paraguaya, Rojas-Rodríguez-Patiño (2006) utilizan un coeficiente de correlación móvil entre la depreciación cambiaria en el periodo comprendido entre enero de 1994 y marzo de 2005 concluyendo que el pass through depende del escenario económico y en especial, del ambiente inflacionario, el pass through estimado varía en el intervalo del 0,9% y 33,8% dependiendo de la coyuntura económica vigente en el periodo y la definición de inflación utilizada en la medición. Este comportamiento volátil merece mucha atención de parte de los hacedores de políticas de tal forma a no sobreestimar o subestimar el impacto de esta variable en el precio en distintos escenarios. Los mismos autores refieren otras mediciones del mismo efecto respecto a la economía paraguaya citando a González Anaya (2000) el cual encuentra un coeficiente de pass through para Paraguay del 78% para el periodo 1980-2000. Finalmente, uno de los modelos de predicción de la inflación, que está siendo implementado en el BCP basado en un modelo de Vectores Auto-regresivos, estima que el coeficiente de pass-through, está en el orden del 33%, y la mayor parte de la influencia cambiaria en la inflación se disipa con un rezago de 4 meses.

Abbate-Caballero-Wenninger (2013) analizan el pass-through en Paraguay durante el periodo 1994 hasta el 2012, concluyendo que el efecto traspaso al Índice de Precios al Consumidor es de 0,27 al tanto por uno (un coeficiente alto), por su parte el FMI en su Informe País N° 14/60, señala que el efecto traspaso del tipo de cambio disminuyó a 21,5% en el período 2000-2013, desde el 26,7% en 2000-2010 establece que Paraguay tiene un elevado efecto de traspaso del tipo de cambio a los precios, comparado con Bolivia, Chile, Perú y Uruguay, recomendando que el BCP debe fortalecer el mercado de dinero doméstico para incrementar la efectividad de las operaciones de mercado abierto y la política de tasas de interés, caso contrario, puede verse tentado a limitar la flexibilidad del tipo de cambio y apoyarse en la intervenciones del mercado cambiario para ayudar a controlar la inflación. La siguiente tabla se muestra los diferentes niveles de traspaso en países de la región.

Tabla N° 4.1

Efecto traspaso del tipo de cambio en países de América Latina año 2010					
	Bolivia	Chile	Paraguay	Peru	Uruguay
2 meses	2,0%	1,3%	5,0%	1,9%	3,5%
6 meses	14,2%	5,2%	13,8%	13,8%	9,1%
12 meses	18,6%	10,9%	21,9%	18,4%	17,2%

Fuente: FMI – Artículo IV Paraguay Año 2010

4.5 Tipo de Cambio como incentivo de competitividad en Paraguay

El tipo de cambio se determina por las expectativas sobre la evolución de la balanza de pagos como también responde a las tasas de inflación interna, por la siguiente razón: un incremento en los precios nacionales superior al aumento de precios en los socios comerciales torna las exportaciones del país menos competitivas y sus importaciones más atractivas. Por lo tanto, haciendo abstracción de los flujos de capital, y en un escenario de libre flotación, el tipo de cambio tenderá a moverse con el tiempo en consonancia con el diferencial entre la inflación interna y la externa, manteniendo así la “paridad del poder adquisitivo” entre el país y sus socios comerciales. Esta es la tendencia

a largo plazo, pero, al incorporar las fluctuaciones de los flujos de capital se pueden registrar variaciones considerables en el corto plazo, como el caso denominado enfermedad holandesa. Debido a que la depreciación del tipo de cambio eleva el costo de las importaciones, los movimientos del tipo de cambio presionan sobre la inflación interna, motivo por el cual los bancos centrales buscan la estabilidad tratando de fijar el tipo de cambio, o restringir sus movimientos, para reducir la tasa de inflación a corto plazo. En muchos países en desarrollo esta es una política popular, sin embargo, resulta difícil de sostener al debilitar la competitividad de las exportaciones y dificultar a los productores competir con los productos importados que inundan el mercado nacional. Con un tipo de cambio fijo, los incrementos en los costos y precios domésticos se transmiten en las mismas proporciones al precio de las exportaciones expresado en moneda extranjera tornando las exportaciones menos competitivas en los mercados externos.

Como resultado, un tipo de cambio fijado sin tomar en cuenta la inflación del país o que no fluctúa lo suficiente para mantener la paridad del poder adquisitivo, puede hacerse insostenible y hacer fracasar la política monetaria. Staiger-Sykes (2008) sostiene que un control del tipo de cambio para afectar la balanza de pagos puede impedir exportaciones, la intervención del banco central en los mercados de divisas pueden, bajo ciertas condiciones, estimular las exportaciones o reducir y las importaciones o viceversa, dependiendo de la dirección de la intervención.

“En nuestro país es bastante común escuchar los reclamos de distintos sectores de la economía solicitando un tipo de cambio más elevado o más bajo. Pero, en los últimos tiempos los reclamos más activos han sido aquellos que provienen de los grupos que abogan por un tipo de cambio más depreciado, de manera a favorecer la competitividad de las exportaciones. El argumento más común sostiene que el BCP, al mantener sobrevaluado el precio del Guaraní, aplica una política cambiaria para incentivar las importaciones o favorecer a los importadores, que sería prácticamente lo mismo.” según Cresta (2012 p.8). “Toda cotización del tipo de cambio, ya sea alta o baja, tiene sus aspectos positivos como negativos. A un nivel determinado, ciertos sectores de producción, empresas y productos pueden verse favorecidos; así como simultáneamente

otros sectores, empresas y productos, perjudicados. Los tomadores de decisión en materia de política económica nunca podrán, al mismo tiempo, dar el gusto a todos los sectores, empresas y productos involucrados, aunque se propongan. Por eso, toda política económica está preñada de conflictos de objetivos: a veces es la inflación versus el empleo; otras es la sobrevaloración de la moneda local versus créditos blandos en guaraníes, etc.”, sostiene Rodríguez (2013 p.8).

El Paraguay ha mantenido una política macroeconómica ordenada y una política monetaria independiente, en un entorno económico regional y mundial donde ha recibido importantes impactos como la devaluación de las monedas de, Brasil y Argentina, además de la devaluación del dólar a nivel mundial, la reacción de las autoridades monetarias del Paraguay ha sido la de no seguir este proceso de devaluación debido a los altos niveles de reservas internacionales que le permite mantener una moneda sobrevaluada- 9% al final del 2011- como indica el informe de revisión del Artículo IV del FMI año 2012, un tipo de cambio sobre-valorado tiene una significación especial, puesto que constituyen un impuesto a las exportaciones y subsidian las importaciones. Esto es utilizado normalmente en economías con un elevado nivel de consumo de bienes importados a los efectos de estabilizar y mantener deprimidos los precios a expensas de los productores de bienes transables en el exterior que compiten para colocar sus productos.

Capítulo 5. ANALISIS DEL RIESGO CAMBIARIO

La expansión de los mercados que logra una empresa exportadora constituye un importante logro en su desarrollo, pero de la misma forma que aumenta su portafolio comercial se incrementa su riesgo de cambio, el siguiente capítulo analiza este riesgo, lo define y señala los diferentes tipos de riesgo determinando las causas de su aparición en un frigorífico de exportación, cuantifica el valor sujeto a riesgo cambiario por medio de la posición de cambio ejemplificando su posible impacto sobre los resultados.

5.1 Definición de riesgo cambiario

El riesgo cambiario según Gomez-Lopez (2002), se define como una medida de las pérdidas potenciales que asumen las entidades en sus posiciones netas en moneda extranjera (activas, pasivas o fuera de balance), como consecuencia de las posibles fluctuaciones en el valor de las divisas, Hernández (2003) afirma que cualquier empresa que realiza cobros o pagos a plazo en una moneda distinta a la de su propio país está expuesta al riesgo cambiario, relacionando de esta forma el riesgo cambiario con el comercio internacional, la liberalización económica del Paraguay se inicia en el año 1989, por medio del Decreto N° 216/89 siendo su principal medida la creación del sistema de cambio libre y fluctuante, en ese sentido el grado de apertura del Paraguay ha aumentado de manera significativa y más aun a partir de su ingreso al Mercosur. En 1991 el Grado de Apertura Comercial del Paraguay era de 34% mientras que entre el 2008 y 2010 este alcanzo 80%, a finales del 2011 el grado de apertura comercial disminuyo al 74%, esto implica que una parte muy importante del consumo y la inversión que se realiza en el país dependen del comercio internacional.

5.2 Tipos de riesgo cambiario

Según Keat-Young (2004) existen tres tipos de riesgo cambiario;

1. Operativo, medido por el cambio en el valor presente de los flujos de efectivo resultante de modificaciones inesperadas en los tipos de cambio.
2. Transacción, esta exposición se presenta debido a modificaciones en los tipos de cambio que afectan las obligaciones pendientes o en curso.
3. Contable, este riesgo se presenta debido a la necesidad de traducir los estados financieros de una subsidiaria, denominados en moneda extranjera, a la moneda original para presentar un estado consolidado, las modificaciones en los tipos de cambio pueden afectar al capital propio consolidado.

El riesgo de cambio afecta a la competitividad de una empresa frente a sus rivales, tanto en su mercado doméstico como en los mercados internacionales, siendo más evidente en aquellas empresas exportadoras e importadoras, para Gomez-Martinez, (2003) una empresa asume un riesgo cambiario cuando; i) recibe cobros o debe efectuar pagos en moneda extranjera, ii) cuando tiene registrado en su balance activos denominados en moneda extranjera y, iii) al tomar financiamiento en moneda extranjera. Al analizar la exposición al riesgo cambiario establecen una diferenciación entre:

- La exposición de transacción en moneda extranjera, generada por la compra, venta, inversión o endeudamiento en divisas, en el cual, cualquier fluctuación (positiva o negativa) en la cotización de una divisa repercute inmediatamente en todo el flujo de caja futuro en moneda extranjera, generando pérdidas o ganancias entre el valor que se fijó al pactar la transacción y el obtenido al realizarla.
- La exposición de traslación de moneda extranjera, esto se refiere a los estados financieros o balance de la firma, no a los pagos y cobros. Se presenta al momento de consolidar las cuentas de la empresa cuando tiene filiales o subsidiarias en el exterior.
- La exposición económica de moneda extranjera, la cual se genera siempre que una empresa participe en el mercado internacional comprando o vendiendo mercaderías, en este caso, existe un riesgo de disminución de ingresos o incremento de costos por efecto

de movimientos adversos en el tipo de cambio, pudiendo diferenciar a su vez dos tipos de riesgos económicos;

- Riesgo económico directo, el que nace por efecto de la propia actividad de la empresa, por ejemplo un importador de acero, donde el precio de este bien se establece en los mercados internacionales y en dólares americanos, cualquier movimiento de apreciación o devaluación de la moneda hará que el precio del acero suba/baje pudiendo reducir los márgenes de beneficio de la empresa.
- Riesgo económico indirecto, es el ocasionado por la pérdida de competitividad frente a empresas nacionales o extranjeras, como resultado de los efectos negativos que para una empresa tiene el sufrir costes relativos más altos o precios de sus productos más bajos, por la evolución del tipo de cambio.

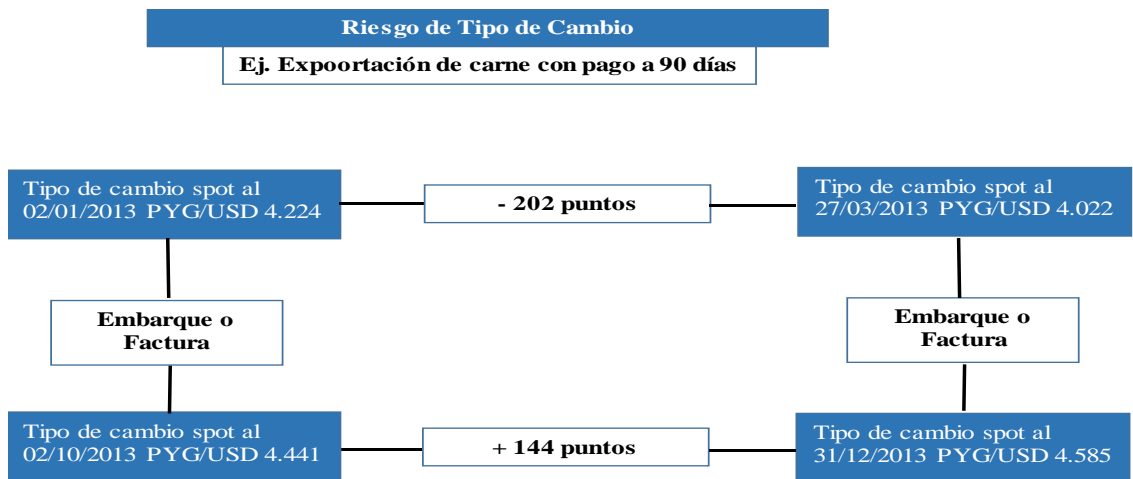
5.3 Causas del riesgo cambiario en un frigorífico de exportación de Paraguay

Es indiscutible que toda actividad comercial está expuesta a una amplia serie de contingencias lo que hace que se desarrolle en un entorno de incertidumbre, Jacque, (1996) refiere que el tipo de cambio es una variable por si misma inestable, no está en su naturaleza que sea fija, tratar de predecir el tipo de cambio es un juego de tontos, así como no tomar cobertura del riesgo cambiario es una especulación donde la pérdida causada a la empresa puede atribuirse a la volatilidad del mercado. Para García (1999), el riesgo de cambio es la posible pérdida que se puede tener en el cobro de las ventas internacionales como consecuencia de variaciones no esperadas, desde la fecha de la firma del acuerdo comercial hasta la fecha de pago, en el valor de la divisa respecto a la moneda nacional, al hacer referencia a una posible pérdida, y considerando que el objeto de una empresa no es especular con las divisas que obtendrá por sus ventas, es importante que se haya analizado la probabilidad, tendencia y el impacto que pueda tener la variación del tipo de cambio respecto a la moneda local, en el resultado de la operación.

La expansión de los mercados que logra una empresa exportadora constituye un importante logro en su desarrollo, pero de la misma forma que aumenta su portafolio comercial se incrementa su riesgo de cambio, en caso de que la firma tenga una exposición en moneda extranjera, donde surge otro inconveniente, según Feria (2005) el principal problema que ha condicionado la gestión y el control de este riesgo, es su medición. Igualmente, sostiene que la volatilidad es la palabra que mejor define el comportamiento de los mercados financieros en las últimas tres décadas, como causa de la globalización de la economía, la integración de los mercados y los avances tecnológicos, que han contribuido a irradiar los efectos de tales acontecimientos de manera exponencial

El riesgo de tipo de cambio en un frigorífico de exportación surge al momento de realizar una transacción de comercio internacional, lógicamente en una moneda distinta a la nacional, de tal forma que dispone de un volumen de activos en moneda extranjera, o flujos de caja operativos a recibir, el hecho de que esos flujos son futuros implica que el valor equivalente en guaraníes a recibir no se conozcan, son imprecisables, resultando sumamente difícil estimar los resultados de la operación. Uno de los responsables financieros de un frigorífico en Paraguay de exportación, estimó en USD 40.000.000 el valor de sus exportaciones con un plazo promedio de cobro de 90 días, a modo de ejemplo, en la Figura N° 3.1 al considerar dos fechas distintas en un periodo de 90 días, 02/10/2013

Figura N° 5.1



El tipo de cambio del dólar estaba en PYG/USD 4.441, a fecha 31/12/2013 el tipo de cambio registró PYG/USD 4.585, en este caso ha habido una apreciación del guaraní frente al dólar de 144 puntos, al multiplicar por USD 40.000.000 correspondiente al valor de las exportaciones en curso arroja una ganancia extraordinaria de PYG 5.760.000.000. Ahora bien, al tomar el mismo periodo de 90 días entre las fechas 02/01/2013 y 27/03/2013 el tipo de cambio pasó de PYG/USD 4.224 a PYG/USD 4.022, significando una apreciación del guaraní frente al dólar en 202 puntos, al multiplicar por el valor de las exportaciones de USD 40.000.000 arroja una pérdida por el tipo de cambio de PYG 8.080.000.000. Es precisamente esta posibilidad de que se produzcan pérdidas, como consecuencia de la variación del tipo de cambio, lo que habitualmente se conoce como riesgo cambiario.

5.4 Posición de cambios en un frigorífico de exportación de Paraguay

El riesgo de tipo de cambio surge de una posición en moneda extranjera, diferente a la unidad monetaria del país donde se opera, en este caso para el Paraguay, la moneda nacional es el Guaraní, por lo tanto, cualquier posición en moneda diferente a esta genera un riesgo de tipo de cambio. El BCP en la Resolución N°7 Acta N°12 de 30 de abril de 2007 define una posición neta en moneda extranjera como la diferencia entre todos los activos denominados en moneda extranjera menos todos los pasivos denominados en moneda extranjera. La posición neta en moneda extranjera será activa, cuando los activos denominados en moneda extranjera sean mayores a los pasivos en moneda extranjera y pasiva, cuando los activos denominados en moneda extranjera sean menores a los pasivos. Para ilustrar el concepto de posición de cambios se describirá el origen de una posición activa neta en moneda extranjera con la estructura de ingreso-costos de una empresa frigorífica de exportación; asumiendo que un frigorífico de exportación realiza el 100% de sus ventas en dólares americanos, en tanto sus costos están formados el 80% en guaraníes y el 20% en dólares americanos, con esta composición de activos y pasivos la posición en moneda extranjera será una posición activa en moneda extranjera del 80%.

Cuantificar el riesgo del tipo de cambio y su posible impacto sobre los resultados es importante para la gestión de éste riesgo ya que la medición establece cifras estimadas de las posibles pérdidas o ganancias. Tomando en consideración un dato surgido durante la entrevista, uno de los frigoríficos estimó el flujo de caja promedio de sus exportaciones en USD 40.000.000 con un plazo promedio de cobro de 90 días, a modo de ejemplo, al considerar el periodo de análisis del presente trabajo 2011-2013 y utilizando el tipo de cambio de referencia del BCP se aplica el siguiente modelo de medición donde:

P = Posición de cambios (es un valor que se mantiene constante)

T= Tipo de cambio (valor de referencia del BCP)

R= Resultado (diferencia positiva/negativa entre una fecha y la anterior)

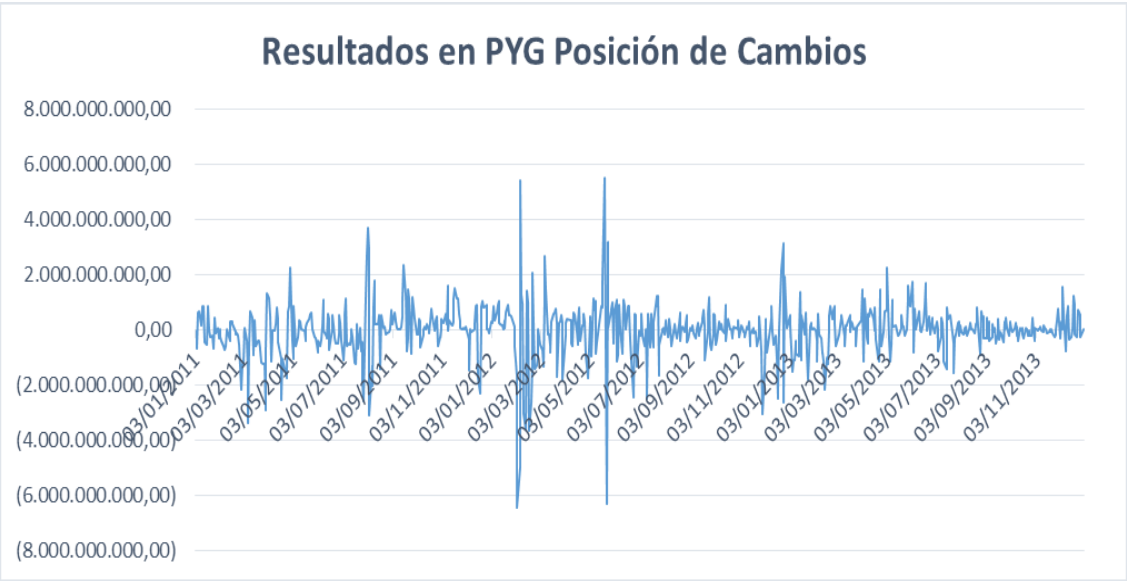
t = Fecha de análisis

Figura N° 5.2

Cuadro de resultado diario de Posición de Cambios			
Valor Posición de cambios		USD	40.000.000,00
Fecha	Tipo de Cambio USD/PYG	Variación Diaria	Resultados en PYG
03/01/2011	4.542,00	-	
04/01/2011	4.541,00	-1,00	(40.000.000,00)
05/01/2011	4.524,00	-17,00	(680.000.000,00)
06/01/2011	4.540,00	16,00	640.000.000,00
07/01/2011	4.557,00	17,00	680.000.000,00
10/01/2011	4.561,00	4,00	160.000.000,00
11/01/2011	4.583,00	22,00	880.000.000,00
12/01/2011	4.603,00	20,00	800.000.000,00
13/01/2011	4.625,00	22,00	880.000.000,00
14/01/2011	4.614,00	-11,00	(440.000.000,00)
17/01/2011	4.601,00	-13,00	(520.000.000,00)

El siguiente gráfico (figura 5.3) nos muestra los diferentes resultados que se van registrando (positivos/negativos) donde se registran picos de pérdidas por el tipo de cambio en valores significativos.

Figura N° 5.3



Capítulo 6. ESTUDIO DE LAS HERRAMIENTAS DE COBERTURA DE RIESGO CAMBIARIO EN PARAGUAY

Un mercado financiero dotado con instrumentos de cobertura de riesgo cambiario facilita a las empresas nacionales el manejo del descalce de monedas entre activos y pasivos. En un mercado no muy desarrollado como en el caso del Paraguay, el descalce de monedas es cubierto por el BCP mediante el manejo de las intervenciones en el mercado cambiario utilizando sus reservas de divisas. La expansión de los mercados que logra una empresa exportadora constituye un importante logro en su desarrollo, pero, incrementa su riesgo de cambio, se describe las herramientas utilizadas en los mercados financieros por las empresas con el objetivo de eliminar o disminuir su exposición al riesgo cambiario. Posteriormente se trata el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario en Paraguay mencionando que la misma se remonta al año 1989, con la Resolución N° 3, Acta N° 28 del 28 de febrero de 1989 donde establecía las condiciones para las operaciones de cambio a futuro para el financiamiento de la producción agroindustrial, ésta operativa fue evolucionando y se introdujeron modificaciones en las diferentes resoluciones posteriores a fin adecuarlas a las exigencias del mercado y para promover la eficacia del sistema financiero.

6.1 ¿Por qué tomar cobertura de riesgo cambiario?

Para las empresas el manejo del riesgo cambiario puede parecer complejo, costoso o que demanda mucho tiempo, otras desconocen las herramientas o piensan que es una actividad especulativa, por lo que muchas empresas no toman ninguna acción esperando que el tipo de cambio se mueva a favor de sus expectativas.

La cobertura cambiaria reduce la exposición del riesgo de tipo de cambio con los siguientes beneficios;

- Facilita la fijación de precios de la venta a plazo

- Provee de previsibilidad el flujo de caja
- Elimina la necesidad de efectuar estimaciones futuras del tipo de cambio
- Reduce el efecto de la volatilidad cambiaria sobre el margen operativo

La decisión de tomar o no una cobertura de riesgo de cambio debe efectuarse considerando que este riesgo es como cualquier otro, por ejemplo incendio, accidentes, robo, etc., el hecho de que un siniestro no haya ocurrido no implica que la empresa ha incurrido en una pérdida al tomar un seguro, desde esta misma perspectiva se debe evaluar el riesgo de cambio.

6.2 Herramientas de cobertura riesgo de cambio

Las empresas que operan en el mercado internacional pueden estar expuestas al riesgo de tipo de cambio, debido a que los ingresos y pagos son realizadas en moneda extranjera contra la moneda local donde las cantidades de ésta última pueden variar con el tipo de cambio, en este contexto se describe seguidamente las herramientas utilizadas en los mercados financieros por las empresas con el objetivo de eliminar o disminuir su exposición al riesgo cambiario.

1. Cobertura natural, consiste en igualar los flujos de caja en una misma moneda, en el caso de un frigorífico, al recibir ingresos por ventas en moneda extranjera, el abono por la compra de su materia prima lo realiza en moneda extranjera. Esta misma operación también puede efectuarse con una operación de préstamo en moneda extranjera, esta opción es sencilla de aplicar en cuanto su operativa ya que se aplican las amortizaciones de la deuda conforme a los ingresos por las exportaciones. Otra ventaja es la tasa de interés, la tasa en moneda extranjera es menor a la aplicada en guaraníes.
2. Contratos de futuro, es un método directo de cobertura por el cual un exportador/importador puede comprar/vender un importe específico de moneda extranjera a una fecha futura determinada y a un precio definido con anticipación.
3. Opciones de moneda, esta operación brinda al tenedor/tomador de moneda extranjera

el derecho, pero no la obligación, de intercambiar una divisa por otra en una fecha futura. Las opciones se pueden configurar como opciones estilo europeo o americano. Una opción estilo europeo solo se puede ejercer en su fecha de vencimiento mientras que una opción estilo americano se puede ejercer en cualquier momento hasta e incluyendo su fecha de vencimiento. Dependiendo de las condiciones del mercado el poseedor del derecho de comprar o vender la moneda extranjera es libre de ejercer o no la opción de acuerdo a su conveniencia, contrario a lo que ocurre en un contrato forward donde es obligatorio el cumplimiento de la operación por ambas partes. Este producto tiene la desventaja del costo, ya que se debe abonar una prima.

4. Futuros de divisas, es un contrato establecido entre dos partes para comprar o vender una cantidad determinada de una moneda a un precio establecido en una fecha futura. A diferencia del contrato de futuro donde los contratos son comercializados a través de bancos, éstos son comercializados en las bolsas, (ej. Chicago Mercantile Exchange Group, New York Stock Exchange, Euronext, Bolsa de Valores, Mercancías y Futuros de Brasil) tienen liquidación estandarizada en cuanto a fechas y valores de los contratos, cuenta con y un sistema de garantías y liquidación diaria de posiciones.
5. Swap de divisas, es un contrato sobre divisas extranjeras entre dos partes que acuerdan intercambiar un principal o flujos de pagos en dos monedas diferentes. Esta transacción implica un riesgo de tipo de cambio que pueden ser estructurados para compensar una exposición existente. En esta operación una de las partes entrega a la contraparte una determinada cantidad en una moneda, la contraparte también entrega el mismo valor denominado en otra moneda. Ambas partes se comprometen al pago de intereses pre-establecido y a la cancelación del principal al vencimiento del contrato. Por medio de ésta operación cada parte aprovecha la ventaja que tiene la otra para la obtención de recursos en una divisa determinada.

6.3 Herramientas de cobertura riesgo de cambio disponible en Paraguay

1. Cobertura natural, las alternativas de cobertura del riesgo cambiario natural son

aquellas que la empresa puede tomar sin incurrir en la utilización de un producto financiero. Esto consiste básicamente en ejecutar operaciones contrarias a las que originan una exposición de riesgo cambiario, en el caso que se tengan activos a recibir en moneda extranjera se deberá hacer lo contrario, en este caso una operación pasiva o de crédito en la misma moneda, de ésta forma son compensadas las ganancias/pérdidas surgidas en el curso de la transacción.

2. Operación sintética, para el caso de un importador, la misma consiste en tomar un crédito en moneda local y comprar en la misma fecha las divisas que se van a necesitar en el futuro para cubrir la obligación, para el caso de un exportador, el mismo concreta una operación de crédito en moneda extranjera por el valor de la exportación y lo vende al mercado en esa misma fecha obteniendo el contravalor en la moneda nacional, al vencimiento, el exportador recibe el valor de su venta en divisas y con esto cancela su obligación financiera. De manera general la versión sintética de un contrato forward de divisas, es una combinación de dos o más transacciones que alcanzan los mismos objetivos que el contrato original, es posible generar, a partir de préstamos y depósitos, un mecanismo con la misma efectividad de un contrato forward, inclusive puede aplicarse para comparar la conveniencia del tipo de cambio forward. Se debe tener en cuenta que un forward sintético resulta más costoso en términos impositivos y uso del límite crediticio, por lo cual es posible que no se pueda alcanzar a cubrir la totalidad de su exposición de tipo de cambio por ésta vía. Otra alternativa es la financiación vía Bolsa de Valores, la cual presenta ciertas ventajas contra la operación de crédito tradicional, un ejemplo de esto es el Frigorífico Concepción S.A.
3. Contrato forward, también conocido como seguro de cambio, es un compromiso en virtud del cual se acuerda anticipadamente un cambio para comprar o vender un importe específico de divisa, contra pago en moneda local en el que las partes convienen que la entrega de la divisa y la de su contraprestación, se efectúen en una fecha futura determinada, denominado vencimiento, siempre superior en dos días hábiles de mercado respecto a la fecha de contratación.

6.4 Contrato forward en Paraguay

El desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario en Paraguay se remonta al año 1989, con la Resolución N° 3, Acta N° 28 del 28 de febrero de 1989 donde establecía las condiciones para las operaciones de cambio a futuro para el financiamiento de la producción agroindustrial, ésta operativa fue evolucionando y se introdujeron modificaciones en las diferentes resoluciones posteriores a fin adecuarlas a las exigencias del mercado y para promover la eficacia del sistema financiero. Rige en la actualidad la Resolución N° 8 Acta N° 13, del 26 de febrero del 2013 del BCP que regula las operaciones de Divisas a Término para las entidades del sistema financiero. Desde el año 2011 hasta el 2013, se han registrado operaciones de divisas a término por USD 1.454.469.148 de los cuales USD 451.757.369 han sido de compras y USD 1.003.705.779 de venta, según datos del BCP.

El Contrato Forward de Divisas es un seguro de cambio que garantiza desde el momento de la contratación un precio de compra o venta de una divisa para liquidación a una fecha específica en el futuro, independientemente del precio de mercado existente a la fecha de vencimiento. Este contrato se realiza OTC (Over the counter) pudiendo ser Delivery (con entrega de divisas) o Non Delivery (sin entrega o neto financiero).

La formación de una cotización a plazo es el resultado de una fórmula matemática simple en la cual intervienen las siguientes variables:

$$F_t = S_0 * \left(\frac{1 + i_r}{1 + i_e} \right)^{\left(\frac{t}{365} \right)}$$

Donde:

F_t = Precio Contrato Forward para una fecha

S_0 = Cotización Dólar Spot (contado)

i_r = Tasa de intereses guaraníes

i_e = Tasa de interés dólares

t = Plazo del contrato en días

Ejemplo: Un frigorífico de Paraguay cierra un contrato de exportación en fecha 12/04/2011 por valor de USD 1.000.000, en esa fecha el precio contado de PYG/USD es de 4.071, resultando el valor de la operación en PYG, 4.071.000.000 al momento del contrato, en la Figura 4.1 se expone el resultado de la operación con y sin una operación de cobertura.

Figura N° 6.1

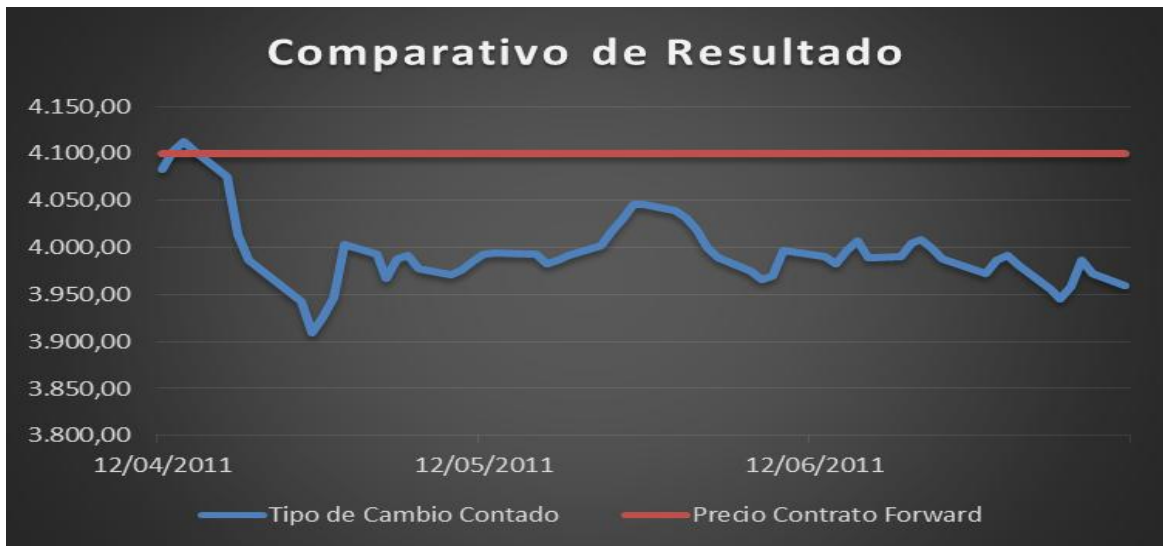
Supuestos de resultados en operación de exportación		
	Sin Contrato	Con Contrato Forward
Operación	Compra	Compra
Importe	USD 1.000.000	USD 1.000.000
Tipo de Cambio Contado	4.071	4.071
Plazo	90 días	90 días
Tipo de Cambio Forward	n/a	4.100
Tipo de Cambio Contado	3.960	3.960
Resultado	PYG (111.000.000)	PYG 29.000.000

Fuente: Elaboración propia del autor

(*) Tipo de cambio del Contrato Forward USD/PYG 4.100. El precio fue tomado de la página del BCP – Registro de Operaciones Forward

En la Figura 6.2 se observa la variación del valor de la exportación de USD 1.000.000, expresado en guaraníes, contra el valor de la misma operación utilizando un contrato forward, demostrando la estabilidad del contravalor a recibir por la exportación por ende el margen de utilidad esperado al realizar el forward.

Figura N° 6.2



Elaboración propia del autor

6.5 Ventajas y desventajas del contrato forward

La operación de concretar un contrato forward tiene como principal beneficio el de fijar a futuro el tipo de cambio de una divisa, con el consiguiente efecto en la certidumbre del flujo de caja y el margen de utilidad esperado. Se pueden también citar los siguientes beneficios:

- Permite a la empresa enfocarse en su negocio natural, al cubrir el riesgo cambiario se puede dedicar mayor esfuerzo en las actividades de la cadena de valor.
- Facilita la planificación y estimación de presupuestos, al conocer con exactitud el ingreso o egreso del contravalor de la moneda extranjera se puede establecer con exactitud la ganancia o el costo en la operación.
- La operación de Contrato Forward en el Paraguay no está sujeta a impuesto o costo por parte de las entidades financieras.
- Flexibilidad en cuanto al monto y plazo de la operación, pudiendo el importador o exportador establecer la fecha e importe que más se ajuste a su necesidad.
- No implica desembolso de recursos al momento de la contratación del Contrato, sino,

hasta el momento de la liquidación.

- El límite de crédito que utiliza esta operación, es mucho menor al valor nominal.

Al realizar una operación de Contrato Forward se deberán considerar:

- Los Contratos Forwards no permiten obtener una ganancia adicional, a la originalmente pactada, como resultado de un movimiento favorable en el tipo de cambio contado al momento del vencimiento.
- Es posible que la operación arroje pérdidas o ganancias al fijar el tipo de cambio, en el caso de un exportador puede resultar al vencimiento que liquide sus divisas a un precio menor al de contado en caso de que el tipo de cambio se valúe, o a un nivel superior del tipo de cambio contado al vencimiento en caso de que la moneda se deprecie.
- El Contrato Forward no puede ser cancelado en forma unilateral, sin embargo, puede ser cancelado en forma anticipada con acuerdo de las partes, donde el cliente y la entidad financiera realizan una operación inversa a la del Contrato, coincidiendo el importe y el vencimiento a fin de compensar los resultados.

6.6 Comparativo de costos de cobertura riesgo de cambio en Paraguay

En la Figura 6.3 se expone la comparación de costos de los diferentes productos disponible en Paraguay para la cobertura del riesgo cambiario, los productos han sido valuados a un año para obtener una evaluación homogénea en cuanto al plazo, de la misma forma el importe tomado es igual en los tres casos. Se observa un menor costo en el contrato forward, donde el costo del producto está determinado por la diferencia de valor entre el precio del dólar/guaraní contado contra el precio a futuro de un año, de la misma forma el importe tomado es igual en los tres casos. Se observa un menor costo en el contrato forward, donde el costo del producto está determinado por la diferencia de valor entre el precio del dólar/guaraní contado contra el precio a futuro de un año, de la misma forma el costo de una emisión en Bolsa de Valores presenta ventajas sobre una operación de crédito.

Figura N° 6.3

Cuadro comparativo de costos de cobertura de riesgo cambiario			
Valor		USD	15.000.000,00
Tasa de interés		10%	
Plazo		10 años	
			Costo en dólares
Contrato Forward			1.119.202,00
Banco XX	Precio del dólar a futuro	5977	
Emision de Bonos			1.573.835,56
Casa de Bolsa	Registro empresa emisora	3.000	3.000,00
Casa de Bolsa	Comisión	0,150%	22.500,00
Casa de Bolsa	Representación de tenedores	1.000	10.000,00
BVPASA	Comisión	0,025%	7.500,00
BVPASA	Registro y mantenimiento emisora	442	442,48
BVPASA	Registro de bonos	0,07%	10.500,00
BVPASA	Registro y mantenimiento bonos	113	112,88
BVPASA	Arancel mantenimiento anual	973	9.734,51
BVPASA	Custodia de bonos	0,005%	7.500,00
CNV	Registro y mantenimiento emisora	226	2.257,63
CNV	Costos administrativos	23	22,58
Calificadora de Riesgo		-	
Periodico	Publicacion	265	265,49
Tenedores	Intereses de bonos	10%	1.500.000,00
Préstamo bancario			1.651.500,00
Banco XX	Intereses	10%	1.500.000,00
Banco XX	Comisión Desembolso	0,01%	1.500,00
IVA	IVA	10%	150.000,00

Elaboración propia del autor en base a datos del BCP, CNV y BVPASA

Capítulo 7. METODOLOGIA VAR: PROPUESTA DE APLICACIÓN AL RIESGO CAMBIARIO EN FRIGORIFICOS DE EXPORTACION DE PARAGUAY

El presente capítulo describe en mayor detalle la cobertura del riesgo cambiario con el contrato forward, comparando los volúmenes de contratos realizados contra el valor de las comercio exterior, así mismo se señalan sus ventajas y desventajas. Se expone la metodología VaR a los efectos de medir las posibles pérdidas por movimientos adversos en el tipo de cambio, y se desarrolla en el presente trabajo una simulación del modelo tomando una serie de 500 datos. Se presenta el resultado de entrevistas a cuatro encargados financieros de los principales frigoríficos de exportación donde se apunta que asignan una importancia elevada al riesgo de cambio pero lo manejan en forma empírica. Por último, se presenta una metodología para identificar, analizar, evaluar y controlar los efectos adversos de las variaciones del tipo de cambio en los frigoríficos de exportación de Paraguay.

7.1 Riesgo cambiario en el mercado de Paraguay

La mayor participación de empresas del Paraguay en el comercio internacional expone a las mismas a la variación de los precios en el mercado internacional de los bienes exportados, soja, carne, trigo, maíz, etc., como también al riesgo cambiario al momento de percibir el valor en moneda extranjera de sus exportaciones. En estas circunstancias, de no tomar la cobertura de riesgo adecuadas, se infiere que las empresas especulan con los precios, el cual puede ocasionar perjuicios significativos.

A los efectos de tener una idea de la aversión al riesgo del tipo de cambio por parte de las empresas importadoras y exportadoras del Paraguay, se ha efectuado una comparación entre los valores de los contratos forward y los montos de importación/exportación en el mismo periodo, los resultados presentados en la Figura 7.1 se colige que

en términos porcentuales la utilización del contrato forward como herramienta de cobertura del riesgo cambiario es bajo, siendo menor en los contratos de compra, que es el que debe utilizar una empresa exportadora. Las empresas del Paraguay al parecer ignoran o desconocen la importancia y la eficacia de los contratos de cobertura adoptando una actitud especulativa exponiendo a sus firmas a posibles pérdidas. Un aspecto positivo es el incremento del uso de esta herramienta en el año 2013 el cual podría insinuar un mayor grado de conciencia por parte de las empresas.

Figura N° 7.1

Cuadro comparativo de importes de Contratos Forward contra valores de Importación y Exportación en Paraguay (valores en USD)						
Año	Exportación	Importación	Forward Compra	Forward Venta	% s/ Exportación	% s/ Importación
2011	7.776.442.000	11.548.963.000	67.523.560	202.495.029	0,87	1,75
2012	7.282.794.000	10.756.391.000	45.190.766	260.085.914	0,62	2,42
2013	9.456.342.000	11.302.069.210	339.043.043	541.124.837	3,59	4,79

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCP.

7.2 Descripción de la metodología VaR

La metodología VaR es una herramienta importante en el manejo del riesgo conforme se describe en el Capítulo 1, en este punto se abordará esta metodología señalando sus principales componentes, los métodos de cálculo, desarrollo de un ejemplo utilizando el método histórico, se describe las limitaciones de esta metodología y su aplicación para la administración del riesgo cambiario.

7.2.1 Componentes del VaR

El VaR es definido como una medida del riesgo de tipo estadístico que determina la máxima pérdida esperada originada en un movimiento adverso, dentro de un determinado intervalo de confianza y en un horizonte temporal definido. Si bien el concepto del VaR es sencillo su cálculo no lo es, del mismo concepto podemos desglosar los siguientes componentes;

- Periodo de tiempo, es el periodo de mantenimiento de la posición de cambios la cual permanecerá constante en dicho periodo, normalmente se utilizan periodos de un día y un mes, se debe considerar el tiempo que le puede llevar a la empresa liquidar su posición de riesgo, por ejemplo, de un VaR diario implicaría que la posición puede ser cubierta o liquidada en un día, lo cual sólo tiene sentido para productos muy líquidos. El VaR se incrementa con un mayor horizonte de tiempo debido al aumento de la volatilidad.
- Nivel de confianza, esto dependerá del requerimiento, si es regulatorio (en Paraguay no existe una regulación al respecto) o es para satisfacer el objetivo de riesgo definido por la empresa. Según Benninga (2000) un nivel de confianza de 99% es alto, típicamente se emplea un nivel de 95.
- Moneda de cálculo, corresponde a la moneda base en la que se utilizara para el cálculo del VaR.
- Datos de mercado, definido como el conjunto de datos (precios de mercado) observados hacía atrás en el tiempo con el fin de estimar las variaciones diarias del valor de mercado. De Lara (2005) refiere que el tamaño de la muestra ideal para datos históricos oscila entre 250 y 500
- Máxima pérdida esperada (expresada en moneda o porcentaje)

7.2.2 Métodos de cálculo del VaR

El VaR se puede calcular mediante dos métodos:

- Métodos paramétricos, tiene como particularidad el supuesto de que los rendimientos del activo sujeto de medición se distribuye de acuerdo a una curva de densidad o probabilidad normal, no obstante, se observa que la mayoría de los activos no siguen un comportamiento estrictamente normal, por lo tanto los resultados obtenidos al medir el riesgo son una aproximación.
- Método no paramétrico o simulación histórica, es un método basado en la historia que no suponen ninguna distribución, esta aproximación no emplea ningún supuesto sobre la distribución de los rendimientos, ni supone ningún tipo de comportamiento de los parámetros. Implica emplear los retornos históricos para hallar el VaR, por medio del percentil empírico de la distribución de la muestra. Asumiendo que la distribución de los rendimientos futuros es capturada por la distribución histórica.

Para De Lara (2005) el método de simulación histórica presenta las siguientes ventajas; i) es fácil entender para personas que no son expertos en conceptos estadísticos ii) es realista puesto que se basa en una serie de tiempo de datos reales iii) no utilizan supuestos de correlaciones y volatilidades que en situaciones de movimientos extremos en los mercados no pueden cumplirse, las correlaciones y volatilidades están implícitas en el cálculo de VaR. Melo-Becerra (2006) coinciden en que ésta metodología evita la imposición de supuestos acerca de la distribución de retornos y resulta fácil de implementar, pero señalan que es sensible al tamaño de la muestra.

7.2.3 Desarrollo de cálculo del VaR

Para desarrollar el siguiente ejemplo se utiliza el Método Histórico de VaR, donde el supuesto es que el retorno (cambio de factor de riesgo) pasado y futuro tendrá la misma distribución, además resulta sencillo su elaboración e interpretación.

Aplicando la formula siguiente:

$$VaR = F * S * \sigma * \sqrt{t}$$

Donde:

F = factor que determina el nivel de confianza. Para nivel de confianza de 95% $F=1.65$ para 99% $F=2.33$

S = Valor de la exposición en riesgo

σ = Desviación estándar de los rendimientos o volatilidad logarítmica del tipo de cambio

t = Horizonte de tiempo

Se considera una serie de datos de 500 valores, correspondiente al tipo de cambio diario informado por el BCP en las fechas comprendidas entre 04/01/2012 y 31/12/2013.

Considera con los rendimientos de la posición de cambios que cumple la siguiente distribución:

$$R_1, R_2, \dots, R_n$$

Se considera un valor del activo en riesgo, exportación de carne (S) de USD 1.000.000 el cual para hallar su valor en PYG es multiplicado por el tipo de cambio de referencia diaria. Cada uno de estos valores satisface la siguiente ecuación:

$$S_0(1 + R_1), S_0(1 + R_2), \dots, S_0(1 + R_n)$$

A partir de estos rendimientos se puede calcular el valor que tomará nuestra posición de cambios bajo 500 diferentes escenarios diarios como se describe en la Tabla 5.1

Tabla N° 7.1

Calculo VaR diario

Fecha	Tipo de cambio	Volatilidad Tipo de cambio	Resultado diario
04/01/2012	4.511	0	-
05/01/2012	4.532	0,004644485	4.644,48
06/01/2012	4.541	0,001983909	1.983,91
09/01/2012	4.557	0,00351726	3.517,26
10/01/2012	4.580	0,005034486	5.034,49
11/01/2012	4.606	0,005660803	5.660,80
12/01/2012	4.612	0,001301801	1.301,80
13/01/2012	4.617	0,001083541	1.083,54
16/01/2012	4.621	0,000865988	865,99
18/12/2013	4.547	0,006841029	6.841,03
19/12/2013	4.570	0,00504553	5.045,53
20/12/2013	4.566	-0,000875657	(875,66)
23/12/2013	4.560	-0,001314925	(1.314,92)
24/12/2013	4.578	0,003939598	3.939,60
26/12/2013	4.591	0,002835644	2.835,64
27/12/2013	4.585	-0,00130776	(1.307,76)
30/12/2013	4.585	0	-
31/12/2013	4.585	0	-

Se describe el resultado de aplicar la metodología VaR Histórico a una serie de 500 datos con un grado de 95% y 99% de Nivel de Confianza encontrando que para una posición de riesgo de USD 1.000.000 corresponde una máxima pérdida esperada en un día de USD 9.281 con probabilidad del 5% o en el caso de un nivel de confianza del 99% se establece que solo existe 1 posibilidad en 100 de que ocurra una pérdida de USD 13.046.

Tabla N° 7.2

Calculo del VaR con dos niveles de confianza

Posicion de Cambios	1.000.000	1.000.000
Nivel de Confianza	95%	99%
Promedio	0,000032542	0,000032542
Desviacion Estandar	0,005608125	0,005608125
Factor Nivel de Confianza	1,65	2,33
VaR Diario	9.281	13.046
VaR Mensual	50.832	71.458

7.3 Limitaciones de la metodología VaR

Se encuentran algunas limitaciones al momento de calcular el VaR, según De Lara Haro (2005):

- Puede ser fuertemente dependiente de algunos supuestos, en particular de las correlaciones y volatilidades
- Puede haber problemas en la recolección de datos
- El VaR no establece hasta cuanto podrían llegar las pérdidas en 1 o 5% de las veces
- Puede presentar problemas de interpretación, al tomar el valor del VaR como peor escenario o la exposición total del riesgo, generando falsa sensación de seguridad.

7.4 Propuesta metodológica para administrar el riesgo cambiario en un frigorífico de exportación en Paraguay

Para un frigorífico de exportación de Paraguay que recibe pagos en moneda extranjera, el riesgo de tipo de cambio es la probabilidad que una variación del mismo resulte en un menor o mayor ingreso de lo previsto. A continuación se describe el resultado de las entrevistas realizadas a cuatro gerentes financieros de los mayores frigoríficos de exportación que operan en el Paraguay, Frigorífico Concepción, Frigomerc, JBS Paraguay y Frigorífico San Pedro en el cual se expone la forma en que los mismos administran el riesgo cambiario.

El resultado de las entrevistas a los expertos señala varias falencias en la administración del riesgo cambiario las cuales se detallan en el siguiente punto.

7.4.1 Administración de riesgo cambiario en frigoríficos de exportación según expertos en el tema.

El objetivo de las entrevistas a gerentes financieros de los cuatro mayores frigoríficos de exportación que operan en el Paraguay, Frigorífico Concepción, Frigomerc, JBS Paraguay y Frigorífico San Pedro, es conocer la forma en que éstos gestionan el riesgo cambiario, se dan a conocer el análisis e interpretación de los resultados lo que permite identificar puntos de interés entre elementos teóricos y los datos extraídos de la realidad.

Del resultado de las entrevistas se concluye que los frigoríficos de exportación de Paraguay reconocen que el riesgo de tipo de cambio es un factor muy importante y crítico para el resultado comercial de la firma.

A partir de año 2011 han implementado acciones a fin de evitar este riesgo, utilizando en forma simultanea estrategias de i) cobertura natural, esto es, igualando el valor de la moneda de exportación -dólar americano- con su pagos por la materia prima, algunos frigoríficos lo han efectuado de una manera rígida adoptando como política de la empresa mientras que otros lo han hecho por medio del precio, abonando un poco más si el valor del ganado es abonado en moneda extranjera, ii) contratos forward, han realizado en años 2011 y 2012 contratos forward por un valor reducido a manera de prueba de la operativa, los mismos han manifestado que las operaciones han generado pérdida y han suspendido éste tipo de operaciones, iii) financiamiento en moneda extranjera, en la medida de la disponibilidad de líneas de crédito han cambiado la moneda de financiamiento pasando de tomar fondos en moneda nacional a moneda extranjera.

De los expertos que participaron en las entrevistas, el 50% -este porcentaje corresponde a frigoríficos de capital paraguayo- han señalado que no cuentan con procedimientos escritos y definidos para el manejo del riesgo de tipo de cambio. La administración del riesgo de tipo de cambio se apoya en las personas que componen la gerencia las cuales cuentan con una vasta experiencia en la industria frigorífica, estas personas permanentemente analizan las variaciones del tipo de cambio en base a informaciones recogidas de bancos de plaza, banco central, oficinas del gobierno, analistas privados y prensa escrita.

En el caso de los frigoríficos de capital brasileño, JBS y Minerva, conforme a sus

respectivos informes para inversionistas, se ha observado que cuentan con procedimientos, límites y políticas que provienen de sus casas matrices para la administración del riesgo cambiario. Así mismo, en los casos analizados, todos los expertos entrevistados consideran que el valor expuesto al riesgo cambiario, en caso de que lo asuman, es el valor total de las exportaciones en curso.

En cuanto a la cobertura de riesgo de tipo de cambio, los expertos entrevistados han manifestado haber realizado operaciones de contratos forward con bancos de plaza para cubrir el riesgo cambiario, sin embargo afirman que han obtenido pérdidas en la operación debido a que al momento del vencimiento la cotización fue superior a la establecida en el contrato, por este motivo han buscado otras opciones de cobertura como el pago en dólares por compra de ganado y el incremento de financiamiento en moneda extranjera. De lo expuesto por los expertos y conforme lo definido por García (1999. Pág. 202) “el contrato forward es un seguro de cambio”, se observa una percepción errónea del objetivo del contrato forward, donde el objetivo del contrato forward es garantizar el valor futuro en moneda nacional.

Los expertos entrevistados han afirmado en su totalidad que aun habiendo cubierto el riesgo de tipo de cambio al dolarizar el valor de sus compras de materia prima, el tipo de cambio seguía siendo un elemento de observación muy frecuente. El 75% de los expertos entrevistados sostienen que el BCP tiene como objetivo de política el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio mediante las intervenciones en el mercado cambiario. Al tener el BCP un tipo de cambio controlado el 75% de los expertos entrevistados han manifestado que es perjudicial para las exportaciones debido a que afecta la competitividad de los frigoríficos.

Esta percepción de los expertos entrevistados es coincidente por lo señalado por Chuecos (2008, pág. 482) “Respecto al tipo de cambio, hay que entender que este objetivo es especialmente importante para economías pequeñas y abiertas, economías emergentes y en transición, y en economías donde existe un alto grado de dolarización, dado su efecto sobre inflación, competitividad, cuenta corriente y sistema financiero. Sin embargo, el

banco central debe responder con moderación e incrementar la transparencia, de tal forma de evitar que se convierta en el ancla del sistema en reemplazo de la meta de inflación. Además, debe reconocer la razón de la perturbación del tipo de cambio nominal para evitar responder con una política monetaria errónea que pueda perjudicar las exportaciones”.

En cuanto a la política monetaria aplicada por el BCP los expertos entrevistados coinciden en la percepción de una mayor transparencia por parte del BCP por la cantidad de información proveída, no obstante, los informes y comunicados de política monetaria no son considerados importantes para sus actividades siendo mayor el tiempo empleado en el análisis el tipo de cambio, además sostienen con respecto a los datos de inflación que no son confiables.

Figura N° 7.2

Cuadro sinóptico de los principales resultados de las entrevistas a expertos financieros de los cuatro principales frigoríficos de exportación de Paraguay.

Preguntas	Objetivo	%	Resultados
Riesgo Tipo de Cambio	Identificar la forma en que las empresas frigoríficas gestionan en la actualidad el riesgo cambiario	100 100 0 50	Alta importancia Cobertura natural Utilizan contrato forward No tienen procedimientos escritos
Contrato forward	Analizar el conocimiento y la utilización del producto.	75 75 100	Utilizaron años atrás Resultado negativo No perciben como una operativa de seguro de cambio
Política cambiaria	Examina la	100	Observación constante

	percepción de los entrevistados sobre la política del BCP	75	Objetivo de política
		75	Perjudica las exportaciones
Política monetaria	Determinar el conocimiento sobre EMI	100	Poco conocimiento
		100	Más información y transparencia
		100	Tasas de interés adecuadas
		100	Baja credibilidad en datos de inflación

Fuente: Elaboración propia con base en los resultados de las entrevistas a expertos. Año 2015.

El resultado de las entrevistas a los expertos evidencia que los frigoríficos de exportación de Paraguay carecen de una estructura metodológica para confrontar el riesgo cambiario, administrando este riesgo de forma empírica utilizando la cobertura natural para evitar el riesgo cambiario. En este trabajo se propone la metodología VAR para la medición del riesgo cambiario, además sugiere la aplicación de procedimientos formales y estructurados para su gerenciamiento.

7.4.2 Aplicación del modelo VaR como metodología de administración del riesgo cambiario.

La fluctuación del tipo de cambio es una de las mayores preocupaciones de toda empresa que opera en el comercio internacional, en los últimos años la volatilidad ha ido aumentando y es imposible predecir el tipo de cambio por la cantidad de variables económicas locales e internacionales que afectan su evolución. El desarrollo de un gerenciamiento formal y estratégico del riesgo cambiario es crítico para un frigorífico de exportación del Paraguay teniendo por objetivo asegurar su rentabilidad, la metodología propuesta para la administración del riesgo cambiario comprende los siguientes aspectos:

- Analizar el ciclo operativo a fin de determinar el plazo y el valor nominal en el cual

la firma cierra el flujo de pago por la exportación de su producto

- Calcular la exposición del riesgo; el valor y el plazo determinado por el ciclo operativo, esto permitirá cuantificar el riesgo al cual se expone la empresa, utilizando la metodología del VaR.
- Desarrollar una política de cobertura; es un importante requerimiento establecer una política comprensiva y coherente con los objetivos financieros de la empresa, el fin de este procedimientos será el de minimizar los efectos adversos de las variaciones del tipo de cambio, el mismo comprende definir los objetivos de política, fijar el procedimientos para establecer el riesgo cambiario, poner límites de control, establecer las responsabilidades por el manejo de la posición cambiaria, desarrollar parámetros de control y reporte.
- Evaluar las alternativas de cobertura disponible y realizar las operaciones de cobertura utilizando los productos y estrategias disponibles por la firma
- Establecer procedimientos de evaluación periódicos a fin de controlar las desviaciones y tomar las acciones correctivas en caso de ser necesario.

Una ventaja importante al utilizar un mecanismo de cobertura del riesgo cambiario es la continuidad del negocio, pues la realización de coberturas -si bien no permite aprovechar movimientos favorables de los tipos de cambio- proporciona estabilidad y previsibilidad en los ingresos y resultados del frigorífico, permitiendo a la gerencia enfocarse en el incremento de la productividad dejando de lado el seguimiento de variables financieras, las cuales no hacen parte de su actividad productiva. La aplicación de la metodología VaR facilita obtener una medida de riesgo que revela la máxima pérdida potencial que puede sufrir el valor de una posición de cambios con una probabilidad dada por el nivel de confianza y para un horizonte de tiempo.

Conclusiones y Recomendaciones

El desarrollo del Paraguay como exportador de carne bovina no es un hecho aislado respecto a sus socios del MERCOSUR, ya que está relacionado con el aumento sustancial de Brasil como productor y oferente en el mercado mundial, los avances de Uruguay y Paraguay en la producción de carne con mayor calidad destinado a los mercados de exportación y el declive relativo de las exportaciones argentinas. Paraguay ha basado su exportación en un incremento sostenido de su hato, la mejora sustancial de la genética animal y condiciones sanitarias, además del esfuerzo para la entrada en nuevos mercados. El sector ganadero es uno de los sectores con mayor tradición en la economía paraguaya el cual junto a la industria frigorífica han tenido un significativo desarrollo en los últimos años, en 2013 el Paraguay ocupa el octavo puesto a nivel mundial de países exportadores de carne con un volumen de 210.000 toneladas de producto bovino comercializado, y llegando a 33 países.

El sector ganadero ha recibido una fuerte inversión en los últimos años, atrayendo numerosos inversores de países del MERCOSUR debido a las condiciones de producción y el precio más bajo de la tierra que sus respectivos países. Un aspecto resaltante en el desarrollo de la industria frigorífica en el Paraguay es la condición de financiamiento, las mayores inversiones en la industria frigorífica corresponden a empresas brasileñas que han venido a instalarse en Paraguay atraídos por la condiciones de costos e incentivos impositivos bajo la Ley 60/90. El desarrollo de los frigoríficos nacionales se explica por la inversión privada y el financiamiento bancario tradicional, si bien existen en Paraguay instituciones formales para el desarrollo industrial las mismas no son efectivas ya que no cuentan con condiciones de financiamiento a largo plazo requerido para inversiones de éste tipo. En Paraguay el Banco Nacional de Fomento debería ser el principal ente de financiamiento para inversiones industriales, sin embargo, la cartera de consumo ocupa gran parte de su cartera.

La evolución de la política monetaria en Paraguay ha pasado por diversas etapas, tasas de interés controladas, tipos de cambio fijo, poco desarrollo del mercado financiero y la liberalización económica, el FMI señala en varios documentos la poca transparencia de la política monetaria y la falta de definición de un objetivo claro previo a la adopción del EMI, de igual forma el marco legal de implementación plantea ciertas dudas en cuanto a su legalidad e independencia respecto a otros organismos del gobierno en razón a la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria considerando que éstas podrían estar relegados a intereses políticos limitando la efectividad del EMI.

El tipo de cambio como canal de transmisión es de particular relevancia para la economía paraguaya, por su parte el EMI utiliza la tasa de política monetaria para influir en la actividad económica y posteriormente afectar la inflación, resulta difícil para los agentes económicos, debido a las constantes intervenciones del BCP en el mercado cambiario, percibir que objetivo de política monetaria es más importante, el tipo de cambio o la inflación. Igualmente el grado de dolarización de la economía sigue siendo elevado. De la misma forma se destaca el elevado efecto pass-through del tipo de cambio a la inflación. Una economía abierta como el Paraguay se ve expuesta a choques externos que necesitan ser ajustados a fin de atenuar su impacto sobre la economía real. Con un esquema cambiario flexible, el ajuste tendría que provenir a través de movimientos en el tipo de cambio nominal, cosa que el BCP busca atenuar permanentemente, una mayor flotación del tipo de cambio nominal permite ajustes más rápidos, y por lo tanto menos costosos de la economía nacional ante los shocks externos.

La política monetaria adoptada por el BCP conocida como Metas de Inflación, ha dado buenos resultados en la disminución y estabilización de la inflación en el Paraguay, éste régimen basa su operatividad en la tasa de interés de política monetaria y la doctrina establece que el tipo de cambio debe ser flexible, no obstante el BCP continúa interviniendo activamente en el mercado cambiaria a fin de sostener el tipo de cambio, debido principalmente al alto grado de traspaso a los precios que existe en la economía,

esto da la señal de que la tasa de interés de política monetaria no es tan efectiva como el tipo de cambio en su efecto sobre los precios. El BCP participa activamente en el mercado cambiario ya sea con intervenciones de política o intervenciones para evitar volatilidades, de las dos formas constituye una participación en el mercado de cambios, ésta activa participación del banco central en el mercado de cambios es percibida por los expertos entrevistados de los cuatro mayores frigoríficos de exportación del Paraguay como un objetivo de política en detrimento de la inflación.

Al analizar el riesgo de cambio se destaca la exposición de los frigoríficos de exportación de Paraguay al participar en el comercio internacional, debido a que los ingresos son percibidos en moneda extranjera y los pagos por la compra de ganado son realizados en guaraníes donde las cantidades de ésta última pueden variar con el tipo de cambio, de la evaluación de campo realizada se observa que para los frigoríficos de exportación de Paraguay, el tipo de cambio es una de sus principales preocupaciones ya que consideran que el valor en riesgo es el importe total de las exportaciones en curso y permanentemente monitorean la evolución, la administración de éste riesgo es efectuado en forma empírica.

Al analizar las herramientas de cobertura del riesgo cambiario se ha descubierto que en Paraguay existen menor cantidad de productos financieros de cobertura cambiaria en relación a otros mercados más desarrollados, una de las herramientas que se cuenta en Paraguay son los contratos forward, se realiza un análisis de volumen de operaciones forward compra y venta contra las importaciones y exportaciones registradas en el periodo 2011-2013 concluyendo que existe un bajo nivel de utilización por parte de las empresas exportadoras. Al evaluar su utilización por parte de los frigoríficos de exportación, el resultado de las entrevistas realizadas a los expertos financieros arroja que utilizaron el contrato forward anteriormente en poco volumen a fin de testear el producto manifestando que los resultados fueron adversos, por este motivo no lo utilizan, el autor concluye que existe una concepción errónea de los contratos de divisas puesto que el objetivo del

contrato forward es asegurar un tipo de cambio futuro contra el cual evaluar el resultado comercial y no necesariamente debe arrojar un resultado positivo en el tipo de cambio.

El contrato forward de divisas disponible en Paraguay a través del mercado financiero está sujeto a restricciones de crédito de acuerdo a la política de cada entidad, el precio es fijado entre las partes por lo que el exportador debe cotizar la operación con varios bancos a fin de obtener el mejor precio, ambas partes se exponen al riesgo de incumplimiento. La economía de Paraguay enfrenta periódicamente alta volatilidad del tipo de cambio por aspectos cíclicos propios de la producción o por situaciones externas a causa de su apertura internacional, el Contrato de Futuro de Divisas vía Bolsa de Valores tiene el mismo objetivo de servir de cobertura de riesgo cambiario y presenta las siguientes ventajas en relación al contrato forward, el precio de una divisa a futuro es conocido por el público, cualquier empresa grande o pequeña puede participar por medio de un depósito de garantía, la cual varía en función al importe del contrato que se desea tomar, la Cámara de Compensación actúa como un intermediario entre la parte compradora y vendedora sin tomar una posición activa en el mercado, cubriendo el riesgo de crédito entre las partes.

Como consecuencia de una menor cantidad de herramientas de cobertura existentes en Paraguay los frigoríficos de exportación utilizan varias formas de cobertura en forma simultánea, la cobertura natural, financiamiento en dólares vía préstamos tomados del sistema financiero y emisión de bonos por Bolsa de Valores, se elabora un cuadro comparativo de los costos de las formas de cobertura disponibles, concluyendo que el contrato forward tiene un menor costo.

El presente trabajo recomienda una herramienta científica conocida como VaR, el cual es un método para evaluar un riesgo por medio de técnicas estadísticas, ésta técnica resume la peor pérdida en un horizonte de tiempo definido, que no puede exceder con un cierto grado de certidumbre. Se propone usar el procedimiento no paramétrico o simulación histórica para hallar el VaR, el cual es un método basado en datos históricos

que no suponen ninguna distribución, ni supone ningún tipo de comportamiento de los parámetros. El tamaño de la muestra deber ser entre 250 y 500.

La metodología de VaR tiene la ventaja de que captura volatilidades históricas del tipo de cambio que permiten determinar un monto con cierto grado de confianza sobre el cual se tomaran las decisiones de cobertura, además resulta fácil de explicar y comunicar, su implementación y manejo presenta menor dificultad que otras metodologías econométricas, sin embargo éste método presenta las siguientes desventajas; luego de periodos prolongados de estabilidad en el tipo de cambio, la baja volatilidad de éste hace que se subestime la verdadera exposición del riesgo, no captura los resultados positivos por lo tanto es una imagen incompleta. Se pueden presentar problemas de interpretación al considerar como el peor escenario o exposición total del riesgo generando una falsa sensación de seguridad. El VaR no es aplicable en condiciones extremas, existe mucha incertidumbre sobre qué pérdida esperar por encima del nivel de confianza, o sea, cuando la pérdida observada excede muy por encima del Valor en Riesgo, es difícil cuantificar el exceso. No obstante las dificultades citadas, las mismas pueden ser manejadas con escenarios de estrés.

Uno de los principales riesgos que enfrenta una firma exportadora es la incertidumbre de los valores a recibir de sus flujos de ventas en moneda extranjera, este trabajo destaca la importancia de la implementación de política de administración del riesgo cambiario a los efectos de establecer una directiva para la toma de decisiones para enfrentar un entorno de alta incertidumbre. El desarrollo de un gerenciamiento formal y estratégico del riesgo cambiario es crítico para un frigorífico de exportación del Paraguay, la metodología propuesta para la administración del riesgo cambiario comprende los siguientes aspectos:

- Análisis del ciclo operativo y determinación de la posición de cambios.
- Calcular la exposición del riesgo, utilizando la metodología del Valor en Riesgo.

- Crear una política de cobertura
- Realizar las operaciones de cobertura
- Establecer procedimientos de evaluación periódicos

Bibliografía

- Abbate, C., Caballero, M., Wenninger, S. (2013). Pass through en la economía del Paraguay. Estimación del coeficiente de traspaso durante el periodo 1994-2012. Recuperado de:
https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/2_Pass_Through_Economia_del_Paraguay_2013.pdf
- Abel, A., Bernanke, B., Croushore, D. (2008). Macroeconomics. Boston. Pearson Education Inc.
- Acevedo, A., (1988). El proceso de la entrevista; conceptos y modelos. México D.F.. Editorial Limusa.
- Agenor, P., Pereira da Silva, L. (2013). Inflation targeting and financial stability; a perspective from the developing world. Documento de trabajo. N° 324. Brasilia. Banco Central do Brasil.
- Alesina, A., Summers, L., (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 25 Issue 2. Ohio State University Press
- Arce, A. (2013). Paraguay y los nuevos mercados extra regionales. Observatorio de Economía Internacional. Recuperado de: <http://www.cadep.org.py/2013/09/paraguay-y-los-nuevos-mercados-extra-regionales/>
- Arce, L., (2012) La industria cárnica en Paraguay. Observatorio de Economía Internacional. Recuperado de: <http://www.mag.gov.py/cadep/El-boom-de-la-industria-carnica-en-el-Paraguay%202012.pdf>
- Armas, A., Ize, A., Levy, E. (2006). Dolarización financiera: la agenda de política. Lima. Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco Central del Paraguay. (2008). Memoria Anual 2008. Recuperado de:
<https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/memoria-y-balance-2008.pdf>
- Banco Central del Paraguay. (2009). Memoria Anual 2009. Recuperado de:
<https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/memoria-y-balance-2009.pdf>
- Banco Central del Paraguay. (2010). Memoria y Balance 2010. Recuperado de:
<https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/memoria-y-balance-2010.pdf>
- Banco Central del Paraguay. (2011). Memoria y Balance 2011. Recuperado de:
<https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/memoria-y-balance-2011.pdf>

Banco Central del Paraguay. Resolución N° 22 Acta N° 31 de fecha 18/05/2011. Asunción. Recuperado de:
https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/Resolucion_22_metas_de_inflacion.pdf

Banco Central del Paraguay. (2013). Política monetaria en Paraguay: Metas de inflación, un nuevo esquema. Recuperado de:
https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/Informe_Politica_Monetaria_I_2013_conNL.pdf

Banco Central del Paraguay. (2014). Metas de inflación en Paraguay. Recuperado de:
https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/Nota_Tecnica_En_que_consiste_esquema_metas_de_inflacion_31_7_14%281%29.pdf

Banco Central del Paraguay. (2013). El guaraní, 70 años de estabilidad. Una conquista de la sociedad 1943-2013. ISBN 978-99967-735-0-1. Recuperado de:
https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/el_guarani_70.pdf

Battini, N., Laxton, D., (2006). Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging market. Working Paper N° 406. Banco Central de Chile.

Becker, C., Fabbro, D. (2006). Limiting foreign exchange exposure through hedging: the Australian experience. International Department Reserve Bank of Australia. Recuperado de: <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2006/pdf/rdp2006-09.pdf>

Bejarano, W., Velazquez, C., Rojas, B., Biedermann, G., Ruiz Díaz, V., (2012). The Measurement of Liquidity and Optimal Monetary Policy Response in a Financial Market in Development: The Case of Paraguay. Banco Central del Paraguay. Recuperado de:
[https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/The_measurement_of_liquidity_and_optimal_monetary_policy_quereemplaza280812\(1\).pdf](https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/The_measurement_of_liquidity_and_optimal_monetary_policy_quereemplaza280812(1).pdf)

Benninga, S., (2000), Financial modeling. Recuperado de:
<http://www1.eeg.uminho.pt/economia/caac/pagina%20pessoal/Disciplinas/disciplinas%202009/analise%20risco%20credito/material/Benninga-Financial%20Modelling%20I%2>

Berganza, J. Broto, C.,(2011) Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries. Recuperado de:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/11/Fich/dt1105e.pdf>

Bernanke, Ben. (1999). The National Bureau of Economic Research. Recuperado de:
<http://www.nber.org/reporter/winter99/bernanke.html>

Bernanke, B. (2003). The Federal Reserve Board. Recuperado de:
<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/2003/20030325/default.htm>

Bernanke, B. (2007). The Federal Reserve Board. Recuperado de: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070710a.htm>

Bernanke, B. (2010). The Federal Reserve Board. Recuperado de: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm>

Bernanke, B., Mishkin, F. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? Working Paper N° 5893. Cambridge. National Bureau of Economic Research

Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., Posen, A., (1999). Inflation targeting, lessons from the international experience. New Jersey. Princeton University Press

Bernard, A., Bradford, J., (2008). Exporters, jobs, and wages in U.S. manufacturing; 1976-1987. Brooking Institutions Press. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/2534772>

Biedermann, G., Barrail, Z., (2012). La incidencia de los factores externos en las fluctuaciones cíclicas del PIB Paraguayo. Artículos de Investigación. Banco Central del Paraguay

Borda, D., (2010). Paraguay: banca pública de desarrollo. Ministerio de Hacienda. Recuperado de: <http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/pub009.pdf>

Carere, A., Schaechter, A., Stone, M., Zelmer, M., (2002). Establishing initial conditions in support of inflation targeting. IMF Working Paper WP 02/102. International Monetary Fund

Chuecos, A., (2008). La meta de inflación como esquema monetario. Revista de Ciencias sociales. Recuperado de: <http://www.scielo.org.ve/pdf/rcs/v14n3/art05.pdf>

Cresta, J., (2012). Una revisión de la flexibilidad del tipo de cambio en Paraguay. Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya. Recuperado de: <http://www.cadep.org.py/uploads/2012/10/ARTICULO-JC1.pdf>

Cresta, J., (2012). La volatilidad de la economía y el esquema cambiario: un análisis empírico. Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya. Recuperado de: <http://www.cadep.org.py/uploads/2012/06/7mo-lanzamiento-Informe-Imp.pdf>

De Albuquerque, P., De Oliveira, L. (2012). Financiamento e investimento estratégico dos frigoríficos brasileiros: o impacto na competitividade da cadeia produtiva da carne bovina. Recuperado de: <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos12/32416287.pdf>

Debelle, G., Fisher, S., (1994). How independent should a Central Bank be? Conference series. Federal Reserve Bank of Boston. Recuperado de:
<http://research.stlouisfed.org/wp/2013/2013-017.pdf>

Debelle, G., Masson, P., Savastano, M., Sharma, S. (1998). Inflation targeting as a framework for monetary policy. Recuperado de:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/>

De Gregorio, J., (2007). Macroeconomía, teoría y políticas. México. Pearson Education

De Lara, A., (2005). Medición y control de riesgos financieros. México DF. Editorial Limusa

Dornbusch, R., Fischer, S. (1991). Moderate inflation. Documento de trabajo N° 3896 Cambridge. National Bureau of Economics Research

Dornbusch, R., Fischer, S., Startz, R., (2011). Macroeconomics. New York. Mc Graw-Hill

Eichengreen, B., Masson, P., Savastano, M., Sharma, S. (1999). Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility. New Jersey. Princeton University Press.

Eijffinger, S., Haan, J., (1996). The political economy of central bank independence. Special papers in international economics N°19. New Jersey. Princeton University.

European Central Bank. (2004). The monetary policy of the European Central Bank. Recuperado de:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>

Feria, M., (2005). El riesgo de mercado: su medición y control. Finanzas para la Nueva Economía. Madrid. Delta Publicaciones

Fernández, C. (2013) Metas de Inflación: base de la estabilidad presente y futura. Banco Central del Paraguay. Recuperado de:
https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/Metas_de_Inflacion_Base_de_la_Estabilidad_Presente_y_Futura_%28final%29.pdf

Freedman, C., Otker-Robe, I., (2009). Country experiences with the introduction and implementation of inflation targeting. Working Paper N° 09/161. International Monetary Fund.

Gainza, A. (2006) Metodologías de la investigación social. Santiago. LOM Ediciones

Garcia, G., (1999) Instrumentos financieros del comercio internacional. Madrid. FUNDACION CONFEMETAL.

Gómez, D., López, J. (2002). Riesgos financieros y operacionales internacionales. Madrid. ESIC Editorial.

Gómez, D., Martínez, C., (2003). Negociación internacional, medios de cobro y pago. Madrid. ESIC Editorial.

Guillen, S. (2014). Paraguay en transición: de la agricultura al balanceo agroindustrial. Observatorio de Economía Internacional. Recuperado de:
<http://www.cadep.org.py/uploads/2014/04/Articulo-OBEI-SG-ABRIL-2014.pdf>

Gustale, J., Heisecke, C., (2011). Adopción de metas de inflación en Paraguay: una evaluación. Artículos de investigación. Banco Central del Paraguay.

Gutierrez, E., (2003). Inflation performance and constitutional central bank independence: evidence from Latin America and the Caribbean. Working Paper N° WP/03/53. International Monetary Funds.

Hammond, G., (2012). State the art of inflation targeting. Handbook N° 29. London. Bank of England.

Hernández, A., (2003). Los riesgos y su cobertura en el comercio internacional. Madrid. Fundación Confemetal.

Hernández, L., (2003). Los riesgos y su cobertura en el comercio internacional. Madrid. FC Editorial.

Houden, A., (2000). The evolution of monetary policy strategies in Europe. Dordrecht. Kluwer academics publishers

International Monetary Fund. (1999). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/1999/pn9906.htm>

International Monetary Fund. (2001). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2001/cr0187.pdf>

International Monetary Fund. (2003). Paraguay—Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding.

Recuperado de: <http://www.imf.org/external/np/loi/2003/pry/01/>

International Monetary Fund. (2005). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr0559.pdf>

International Monetary Fund. (2008). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08183.pdf>

International Monetary Fund. (2009). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09182.pdf>

International Monetary Fund. (2010). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10169.pdf>

International Monetary Fund. (2011). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11238.pdf>

International Monetary Fund. (2013). IMF Concludes Article IV Consultation with Paraguay.

Recuperado de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1460.pdf>

International Monetary Fund. (2009). Annual report on exchange rate arrangements and exchange restrictions. Washington. International Monetary Funds, Publications services.

International Monetary Fund. (2010). Annual report on exchange rate arrangements and exchange restrictions. Washington. International Monetary Funds, Publications services.

Jacque, L., (1996). Management and control of foreign exchange risk. Massachusetts. Kluwer Academic Publishers

Jorion, P., (2007). Value at Risk: the new benchmark for managing financial risk. New York. The Mc-Graw Hill Companies Inc.

Kahn, B., (2008). Challenges of inflation targeting for emerging market Series.

Recuperado de:

[http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/1375D655561CAD9E4225760100384B88/\\$File/Brian+Kahn.pdf](http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/1375D655561CAD9E4225760100384B88/$File/Brian+Kahn.pdf)

Keat, P., Young, P. (2004). Economía de empresa. 4ta. Edición. Mexico. Pearson Education Inc.

Ken, J.,(2014) Paraguay livestock and products annual 2014. Global Agricultural Information Network. USDA Foreign Agricultural Service

King, M. (1997). The inflation target five years on. Bank of England. Recuperado de: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/1997/speech09.pdf>

Laurent, J. (2013), Management and Control of Foreign Exchange Risk, Springer Science & Business Media

Larrain, F., Sachs, J. (2002). Macroeconomía en la economía global. Buenos Aires. Pearson Education.

Levin, A., Natalucci, M., Piger, J. (2004). The macroeconomic effects of inflation targeting. Federal Reserve Bank of Saint Louis.

Recuperado de: http://pages.uoregon.edu/jpiger/research/published-papers/levin-natalucci-and-piger_2.pdf

Linsmeier, T., Pearson, N., (1996). Risk measurement; an introduction to Value at Risk. University of Illinois. Recuperado de:

<http://www.exinfm.com/training/pdfiles/valueatrisk.pdf>

Masi, F. (2005). Mercosur: Políticas de Competitividad Industrial. Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya. Recuperado de: <http://www.cadep.org.py/uploads/2012/03/Políticas-para-la-competitividad-industrial.pdf>

Melo, L., Becerra, O. (2006). Medidas de riesgo, características y técnicas de medición. Una aplicación del VaR y el ES a la tasa interbancaria de Colombia. Bogotá. Centro Editorial Universidad del Rosario.

Miles, D., Scott, A. (2005) Macroeconomía. West Sussex. John Wiley & Sons Ltd.

Ministerio de Agricultura y Ganadería. (2010). Síntesis de la producción y el comercio pecuario del Paraguay. Recuperado de:

<http://www.mag.gov.py/dgp/SINTESIS%20DE%20LA%20PRODUCCION%20Y%20COMERCIO%20PECUARIO%20DEL%20PY%20NOV%202010.pdf>

Ministerio de Agricultura y Ganadería. (2012). Cantidad de propietarios de bovinos por estrato y departamentos. Recuperado de:

<http://www.mag.gov.py/VMG/cantidad%20propietarios%20por%20estrato%20bovino%20carne.pdf>

Mishkin, F., (2001). Inflation targeting. Cambridge. National Bureau of Economics Research. Recuperado de: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf>

Mishkin, F., (2004). Can inflation targeting work in emerging market countries? Working Paper N° 10646. Cambridge. National Bureau of Economics Research.

Mishkin, F., (2004). The economics of money, banking, and financial markets. 7th ed. Estados Unidos. The Addison-Wesley

Mishkin, F., (2007). Monetary policy strategy. Cambridge. Massachusetts Institute of Technology.

Mishkin, F., Savastano, M., (2000). Monetary policy strategies for Latin America. Cambridge. National Bureau of Economics Research.

Recuperado de: <http://www.nber.org/papers/w7617.pdf>

Mochon, F., Beker. Año 2007. Economía, principios y aplicaciones. 3ra. Edición. Buenos Aires. Mc Graw Hill Interamericana

Ötker-Robe, I. Vávra, D. (2007). Moving to greater exchange rate flexibility operational aspects based on lessons from detailed country experiences. Occasional paper N°256. International Monetary Fund.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos - Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación. (2013). Perspectivas Agrícolas 2013-2022. Recuperado de: <http://www.fao.org/docrep/018/i3307s/i3307s.pdf>

Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación. (2004). Política de desarrollo agrícola, conceptos y principios. Recuperado de: <ftp://ftp.fao.org/docrep/fao/007/y5673s/y5673s00.pdf>

Ortiz, G., (2009). El buen gobierno en los bancos centrales. Basilea. Banco de Pagos Internacionales.

Penza, P., Bansal, V., (2001). Measuring market risk with Value at Risk. New York. John Wiley & Sons Inc.

Rodríguez, R., (2013). Paraguay. Política cambiaria 2013. Recuperado de: http://www.rsa.com.py/doc/analisis.de.actualidad/2013/noviembre/analisis.actual_nov13.pdf

Rojas, B., Fernández, E., (2001). Determinantes del tipo de cambio real en Paraguay 1970-2000. Artículos de Investigación. Banco Central del Paraguay

Rojas, B. Rodríguez, N., Patiño, M. (2006). Estimación del efecto pass-through para la economía paraguaya. Banco Central del Paraguay. Recuperado de: <https://www.bcp.gov.py/userfiles/files/pt.pdf>

Rojas, G., de Cerqueira, C., (2012). La inversión brasileña directa en Paraguay. Características, motivaciones y perspectivas. Observatorio de Economía Internacional. Recuperado de: <http://www.cadep.org.py/uploads/2012/12/articulo-GR-full-color.pdf>

Ross, K., Yépez, J., Garay, V. (2014) Paraguay. Temas seleccionados. Informe País del FMI No.14/61. Fondo Monetario Internacional. Recuperado de: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/scr/2014/cr1461s.pdf>

Samuelson, P., Nordhaus, W. (2010). Macroeconomía. Mexico DF. McGraw-Hill Interamericana Editores C.V.

Sargent, T., Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Minneapolis. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Recuperado de: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>

Schettino, M., (2002). Introducción a la economía para no economistas. México. Pearson Education

Staiger, R., Sykes, A., (2008). Currency manipulation and world trade. Working Paper N° 14600. Cambridge. National Bureau of Economics Research. Recuperado de: <http://www.nber.org/papers/w14600.pdf>

Stone, M., Harald-Veyrune, R., (2008). Regímenes cambiarios: ¿tipos fijos o flotantes? Fondo Monetario Internacional. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2008/03/pdf/basics.pdf>

Straumann, T., Woitek, U., (2008) A pioneer of a new monetary policy? Sweden's price level targeting of the 1930s revisited. Documento de trabajo N° 386. Zurich. Institute for empirical research in economics. University of Zurich

Svensson, L., (2003). Monetary policy and real stabilization. Working Paper N° 9486. Cambridge. National Bureau of Economic Research

Svensson, L., (2008). What have economist learned about monetary policy over the passt 50 years?

Recuperado de: <http://larseosvensson.se/files/papers/Buba%20709.pdf>

Anexos

Preguntas guías para la entrevista.

1. ¿Considera que el frigorífico asume un riesgo cambiario?
2. ¿Cómo administran el riesgo cambiario?
3. ¿Existen políticas o manuales de procedimiento (escritas) de manejo de riesgo cambiario en el Frigorífico?
4. Ante una variación del tipo de cambio, ¿es posible transferir dicha variación a otro segmento de la cadena? (ganadero o comprador externo)
5. ¿Cómo se determina el valor que está expuesto al riesgo cambiario?
6. ¿Con que frecuencia se controla el riesgo cambiario?
7. ¿Elaboran algún tipo de estimación o proyección de tipo de cambio?
8. ¿Qué medidas adoptan para mitigar el riesgo cambiario?
9. Si pudieran, ¿cubrirían todo el monto sujeto a riesgo?
10. ¿Han realizado operaciones de forward de divisas?
11. ¿Considera el contrato forward costoso?
12. ¿Utilizan algún otro tipo de cobertura cambiaria?
13. Una de las herramientas de cobertura es tomar crédito en moneda extranjera, ¿considera las tasas de interés adecuadas?
14. ¿Cómo le parece la evolución de las tasas de interés, a la baja, estables, subiendo?
15. ¿Es posible obtener crédito a largo plazo?
16. ¿Considera que las líneas de créditos son suficientes?
17. ¿Existen herramientas de promoción al sector por parte del gobierno?
18. ¿Cómo definiría su conocimiento de la política monetaria aplicada por el Banco Central del Paraguay?
19. ¿Le preocupa más las variaciones del tipo de cambio o la tasa de inflación?
20. ¿Tienen en cuenta en sus evaluaciones los comunicados de política monetaria del Banco Central del Paraguay?

21. En su opinión, ¿cuál es el objetivo de política monetaria del Banco Central del Paraguay, el tipo de cambio o la inflación?
22. ¿Qué grado de confianza le daría a los datos de inflación Banco Central del Paraguay, bajo-medio-alto?
23. ¿Le parece que los datos de inflación se ajustan a la realidad?
24. ¿Considera adecuada la intervención del BCPen el mercado cambiario?
25. Desde la implementación de las Metas de Inflación en el año 2011 ¿cómo siente que ha afectado su actividad, percibe alguna mejora?