



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre
2014

BCP © Derechos Reservados 2014



Banco Central del Paraguay



Banco Central
del Paraguay

Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Prólogo	4
Política Monetaria en Paraguay	5
Resumen Ejecutivo	7
Implementación de la Política Monetaria	9
I. Escenario internacional y Regional	12
II. Mercados Financieros	18
III. Escenario Doméstico	21
IV. Escenario para la inflación y escenarios de riesgos	28
Recuadro	
Estimación del Producto Potencial y	
Brecha del Producto para Paraguay	31
Glosario	34

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 10 de diciembre. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

Prólogo

Desde la implementación formal del esquema de Metas de Inflación en mayo del 2011, el Banco Central del Paraguay (BCP) 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. Estos logros han permitido que el promedio de la inflación anual, a partir de la implementación del mencionado esquema, se ubique en torno a 4,5%.

El BCP, en su afán de perfeccionar el esquema, ha impulsado varias medidas tendientes a su consolidación. En ese sentido, se ha avanzado hacia una mayor transparencia con la mejora en las estrategias de comunicación con los agentes económicos, a través del comunicado de política monetaria, la minuta de la reunión del CEOMA y el informe trimestral de política monetaria. Además, con el propósito de mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, se han creado incentivos para facilitar el manejo de liquidez de las entidades con el BCP, así como medidas que buscan un mayor desarrollo del mercado de dinero interbancario. Asimismo, la recapitalización del BCP ha permitido fortalecer su independencia para una gestión más efectiva de la política monetaria. Por último, teniendo en cuenta que las decisiones bajo el esquema de metas de inflación se sustentan en la evaluación prospectiva de la economía, se continúa con el desarrollo y mejora de los modelos de proyección de las principales variables macroeconómicas.

Al cumplirse cuatro años de la implementación del esquema, y considerando los resultados satisfactorios obtenidos, el Directorio del BCP ha decidido reducir la meta inflacionaria a 4,5%. Esta medida se constituye en un nuevo paso, luego de la reducción del rango de tolerancia de +/- 2,5 a +/- 2 puntos porcentuales, para seguir consolidando el esquema de metas de inflación. Lo anterior implica un mayor compromiso con la estabilidad de precios, además de representar un importante avance para ubicar al BCP entre los bancos centrales más modernos y responsables de la región.

El Directorio considera que el mejor aporte que el BCP puede brindar a la sociedad seguirá siendo una inflación baja, estable y predecible en el tiempo. Este compromiso provee un marco de previsibilidad nominal a los agentes económicos a fin de que los planes de inversión de mediano y largo plazo se concreten y con ello, se generen mayores niveles de empleo, producción y renta. Lo anterior es esencial para mantener tasas de crecimiento económico más altas y sostenibles, y así contribuir a una mayor equidad social.

Directorio del Banco Central del Paraguay

Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

El Banco Central del Paraguay (BCP) conduce su política monetaria bajo un Esquema de Metas de Inflación formalmente desde de mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

Objetivo

Bajo el Esquema de Metas de Inflación, el principal objetivo de la política monetaria, de conformidad al Artículo 285 de la Constitución Nacional y la Ley N° 489/95 “Orgánica del Banco Central del Paraguay”, es mantener la estabilidad de precios, proveyendo un marco de previsibilidad nominal para la economía paraguaya, sobre el cual los agentes económicos puedan basar sus decisiones de consumo e inversión.

Meta de inflación

La inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), establecida como meta es del 4,5 por ciento, con un rango de tolerancia de +/- 2 por ciento. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

Instrumento de política monetaria

Para la implementación de este esquema, el BCP utiliza como instrumento la tasa de política monetaria (TPM), a través de la cual influye inicialmente en las tasas de interés y liquidez del mercado, que pueden afectar parte de la actividad económica, para posteriormente incidir en la inflación, por medio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Horizonte de política monetaria

El horizonte de política monetaria es el período de tiempo durante el cual se manifiestan los efectos de un cambio en la TPM sobre la economía, a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

De acuerdo a investigaciones realizadas por el BCP, se estima que el horizonte de política monetaria se ubica entre 18 y 24 meses, por lo que es independiente del año calendario.

Proceso de toma de decisiones

El Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) es el encargado de decidir el nivel de la TPM. El CEOMA se reúne mensualmente para analizar la coyuntura económica nacional y externa, la evolución de la inflación dentro del horizonte relevante de política y los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo. Si como resultado de esta evaluación se concluye que existen riesgos elevados de que la inflación se desvíe significativamente de la meta en el horizonte de política, y si estos riesgos no están asociados a choques externos temporales, el CEOMA realizará un ajuste en la TPM.

Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CEOMA programa sus reuniones, cuyas fechas están publicadas con antelación en un calendario anual. Luego de cada reunión, se divulga un comunicado de prensa informando sobre la decisión adoptada y los fundamentos de la misma. Asimismo, luego de diez días de la reunión, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura, las perspectivas, los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo inflacionario y las consideraciones realizadas para la toma de decisiones. Además, se publica trimestralmente el Informe de Política Monetaria (IPoM) en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre.

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

- i) comunicar detalladamente a los agentes económicos la visión del BCP sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus implicancias para la conducción de la política monetaria;
- ii) dar a conocer el marco de análisis para la formulación de la política monetaria;
- iii) proporcionar información para la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y de la actividad económica.

Banco Central
del Paraguay

Resumen Ejecutivo

En los últimos meses, la actividad económica mundial señala que el ritmo de recuperación sería desigual e inferior a lo previsto en meses anteriores. Al respecto, si bien los últimos resultados de EE.UU. apuntan a una mejora sostenida de su economía, la expansión débil en la Eurozona y la marcada desaceleración de las economías emergentes mantienen un sesgo a la baja en las previsiones de crecimiento. A nivel regional, con la finalización del ciclo global de materias primas se espera que el crecimiento sea inferior al observado en la última década. A pesar del escenario externo menos favorable, en el contexto doméstico, la actividad económica ha mejorado significativamente en los últimos meses, junto con una dinámica inflacionaria que ha continuado siendo favorable.

En Estados Unidos, los últimos datos efectivos del tercer trimestre apuntan a una consolidación de la recuperación de la actividad económica, la cual contribuyó a la gradual mejora del mercado laboral, con una reducción del desempleo a un ritmo más rápido del esperado. De mantenerse estos resultados, se prevé que la Reserva Federal (Fed) inicie el proceso de normalización de las condiciones monetarias a mediados de 2015, en la medida en que la inflación se ubique en torno a su meta de mediano plazo.

Por su parte, la Eurozona mostró un frágil desempeño de la actividad durante el tercer trimestre. Asimismo, los indicadores de corto plazo continúan mostrando un deterioro que impide la reducción del desempleo, al tiempo que persisten los riesgos de una deflación. Al respecto, el Banco Central Europeo anunció que analizará el impacto de las medidas implementadas en los últimos meses para evaluar la necesidad de reforzarlas.

En China, a pesar de los esfuerzos del gobierno por estimular la economía, se observó una moderada desaceleración de la actividad económica durante el tercer trimestre. Esta evolución se explica principalmente por un debilitamiento del sector inmobiliario y la inversión en activos fijos, además de las fragilidades en el sistema financiero.

A nivel regional, Brasil registró un crecimiento leve durante el tercer trimestre, luego de dos trimestres de contracción. A pesar de la actividad débil, la inflación continúa por encima del techo del rango meta del Banco Central de Brasil (BCB), explicada principalmente por la reciente depreciación de su moneda y los incrementos en precios administrados por ajustes fiscales. Al respecto, el BCB incrementó la tasa Selic en 75 pb en los últimos dos meses, ubicándola en 11,75%. Por su parte, Argentina no muestra señales de una recuperación económica, mientras la inflación se mantiene elevada.

En el escenario local, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento anual de 4,4% en el tercer trimestre, superior al 3,1% observado en el trimestre previo, explicado en su mayor parte por el mejor desempeño del sector servicios, las industrias y las construcciones. Por el lado de la demanda, este crecimiento ha estado impulsado fundamentalmente por la inversión y el consumo. Una dinámica aún más favorable se observó en los resultados del PIB sin agricultura y sin binacionales, que para el mismo período registró un crecimiento anual de 7%.

Con respecto a la evolución de los precios, luego de cuatro meses, se observaron variaciones positivas en octubre (0,2%) y noviembre (0,7%), explicadas por unos pocos rubros de la canasta, principalmente alimentos y bienes duraderos de la canasta, lo que se ha reflejado en los indicadores de difusión que se situaron por debajo a los promedios históricos. Por su parte, la trayectoria a la baja que venía mostrando la inflación anual desde mediados de año se ha estabilizado en 3,5% en estos dos meses.

Desde la publicación del IPoM de setiembre, el contexto macroeconómico ha mantenido su dinámica favorable, tanto en términos de actividad como de inflación. Por un lado, sectores económicos que ya venían mostrando una expansión importante durante los primeros meses del año se han fortalecido, además de la recuperación de otros que habían mostrado debilidades hasta mediados de año. Con relación a la inflación, si bien se observaron incrementos en el margen,

en términos interanuales se ha mantenido estable en los últimos meses. Por lo tanto, el CEOMA consideró que este escenario seguía siendo consistente con el perfil de la política monetaria, por lo que la TPM fue mantenida en 6,75% en las reuniones de octubre y noviembre.

En el escenario base, la previsión de crecimiento para este año se mantiene en 4% anual, con un sesgo de revisión al alza, teniendo en cuenta la reciente evolución de los indicadores de corto plazo disponibles al cuarto trimestre. Para el 2015, se espera un incremento del PIB del 4,5% en torno al crecimiento potencial. Por el lado de la oferta, este resultado estaría explicado por la dinámica de la industria, las construcciones, los servicios y, en menor medida, por el sector primario y la recuperación de la generación de energía eléctrica. Por el lado del gasto, se espera una incidencia positiva de todos los componentes de la demanda agregada, aunque la mayor contribución estará explicada por la expansión de la inversión y el consumo. De esta manera, la demanda interna atenuará el impacto de las condiciones externas menos favorables.

Respecto de los precios, la inflación anual del IPC se ubicaría en 4,2% este año. Considerando las perspectivas del plano internacional y local, en la medida en que no existan nuevos shocks exógenos que afecten a la evolución de las variables macroeconómicas, se espera una convergencia de la inflación a la nueva meta de 4,5% en el horizonte de proyección, en este caso, el cuarto trimestre de 2016.

Banco Central
del Paraguay

Implementación de la Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Setiembre

En el Informe de Política Monetaria (IPoM) de setiembre, se mencionaba que la actividad económica mundial había registrado desempeños heterogéneos en el segundo trimestre.

Estados Unidos mostraba señales sólidas de recuperación con la publicación de los datos de dicho periodo, como el mejoramiento del mercado laboral reflejado en una disminución de la tasa de desempleo. En línea con la evolución de estas variables, la normalización de las tasas de referencia se esperaba para mediados del 2015.

Por su parte, la Eurozona había registrado un estancamiento económico, debido en parte, al frágil desempeño del sector manufacturero en sus principales economías, lo cual frenó el dinamismo del empleo, por lo que el Banco Central Europeo (BCE) decidió implementar medidas de política monetaria no convencionales para estimular el crédito.

En el ámbito regional, la economía brasilera continuaba contrayéndose, lo que llevó a corregir a la baja el crecimiento para el año. Este retroceso se explicaba por menores niveles de inversión y consumo público, además de un desempeño negativo en la construcción y el comercio. Sin embargo, la inflación había superado el techo del rango meta del Banco Central de Brasil (BCB). En Argentina, a la muy debilitada actividad económica, por la caída del consumo privado y de la demanda externa, acompañaba la elevada depreciación de su moneda, la disminución de sus reservas y las altas tasas de inflación.

En el entorno doméstico, el dinamismo de la economía permanecía favorable gracias a la expansión de la industria, las construcciones y los servicios. No obstante, se indicaba el debilitamiento de algunos sectores, aunque poco relacionados con la política monetaria, como la generación de electricidad por las binacionales. Sin embargo, el PIB sin agricultura y sin binacionales seguía registrando un considerable ritmo expansivo.

Asimismo, la demanda interna había mostrado un repunte significativo en el segundo trimestre, por el mejor desempeño del consumo, tanto público como privado, mientras que la inversión había registrado un menor dinamismo respecto del primer cuarto. Referente a la inflación, se había indicado que las presiones inflacionarias verificadas a finales del año anterior y principios del 2014 se habían disipado, como respuesta a la acción de política monetaria de incrementar la tasa de política monetaria en 125 puntos básicos (pb) entre diciembre de 2013 y febrero del presente año.

El escenario base del IPoM anterior, contemplaba una inflación que se ubicaría cercana al límite inferior de las bandas de tolerancia durante el primer trimestre del 2015, en línea con las condiciones externas esperadas menos favorables. Sin embargo, a partir del siguiente periodo, la inflación convergería lentamente hacia la meta de 5% en el horizonte de proyección, en el tercer trimestre del 2016. Consistente con la proyección de la inflación, el crecimiento económico para el 2014 se estimó en 4%, corrigiendo a la baja la proyección previa. Esto se debía principalmente a un menor crecimiento de la agricultura, una marcada disminución en la producción de binacionales y un crecimiento más moderado de los servicios gubernamentales. Igualmente, se preveía una menor expansión de la demanda interna por una desaceleración de la inversión y un crecimiento del consumo (público y privado) más bajo que lo proyectado inicialmente.

El escenario base tenía en cuenta los eventos con una mayor probabilidad de ocurrencia, dada la información disponible al cierre de ese IPoM. Sin embargo, existían escenarios de riesgo que, en caso de concretarse, modificarían el contexto macroeconómico y, por tanto, podían desviar la tasa de inflación de la trayectoria esperada, lo cual conllevaría un curso distinto de la política monetaria. Evaluados los escenarios alternativos, el CEOMA consideraba un balance de riesgos equilibrado para la inflación.

En el ámbito externo, una caída de los precios de los *commodities* junto con el aumento esperado en la tasa de política monetaria de Estados Unidos, implicaría el

riesgo de un incremento de las expectativas de depreciación del tipo de cambio en economías emergentes. Los riesgos relacionados al mayor deterioro de las economías de la región, podrían llevar a un menor impulso externo.

En el plano doméstico, se podría generar una presión sobre los precios como resultado de una mayor demanda interna, como resultado de mayores inversiones (públicas y privadas) previstas para el 2015.

Reuniones de Octubre y Noviembre

En octubre, la economía global seguía mostrando señales de una lenta recuperación y con resultados heterogéneos. Por un lado, se señalaba que, en línea con la sostenida recuperación de la actividad económica en Estados Unidos, el fortalecimiento del dólar americano a nivel mundial podría generar presiones inflacionarias a través de los bienes importados. Además, en su reunión de setiembre, la Reserva Federal (Fed) recalca su compromiso de dar por finalizado el programa de compra de activos en su próxima reunión. Por otra parte, en la Eurozona, la economía continuaba con un desempeño débil, principalmente debido a la contracción del sector manufacturero en Alemania y a la desaceleración de Austria, Grecia y Francia.

A nivel regional, Brasil redujo sus expectativas de crecimiento para el 2014, mientras que la inflación se mantenía en niveles por encima del rango meta del BCB. Por su parte, Argentina había registrado un leve repunte en su actividad económica en el segundo trimestre, sin embargo, se seguía esperando una contracción para el cierre del año. De esta forma, se esperaba que la desaceleración de ambos países pudiera impactar sobre el crecimiento de la actividad económica doméstica, principalmente a través del comercio de frontera.

En el ámbito local, se resaltaba que la economía seguía manteniendo su dinamismo, ya que los indicadores del sector industrial y de la construcción continuaban con importantes tasas de crecimiento. Asimismo, el sector servicios había registrado un repunte favorable, principalmente por el incremento del comercio y los servicios gubernamentales. Con relación a los precios, éstos continuaban con su tendencia a la baja, aunque

estables en el margen, luego de tres meses consecutivos de variaciones negativas.

El CEOMA resaltó la consolidación del dinamismo favorable de la economía con la recuperación de sectores que se mostraron débiles en el primer semestre. Por lo tanto, se destacó que, ante ese escenario no se requería un cambio en el perfil de la política monetaria, por lo que decidió mantener la TPM en 6,75%, consistente con una inflación que convergería a la meta de 5% en el horizonte de política.

En noviembre, se destacaba que en el ámbito internacional las perspectivas de crecimiento para el próximo año se mantenían débiles, pero con expectativas de moderada recuperación para el 2016. El crecimiento de Estados Unidos en el tercer trimestre fue superior al esperado, acorde con la recuperación continua y gradual del mercado laboral. Igualmente, la Fed dio por concluida su programa de compra de activos, tal como lo había anunciado. Asimismo, en la Eurozona se señalaba que se dio un crecimiento, aunque moderado, en el mismo periodo, explicado principalmente por la recuperación de Alemania y Francia, que compensaron la contracción de Italia.

En el contexto regional, en Brasil, los indicadores de corto plazo indicaron una leve recuperación de la economía en el tercer trimestre. Por su parte, el BCB sorprendió al mercado con un aumento de 25 pb en su tasa de política monetaria, en respuesta a las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación muy por encima de la meta para el corto y mediano plazo. Mientras tanto, se señalaba que Argentina no mostraba un cambio de tendencia hacia una recuperación de la actividad económica. No obstante, el tipo de cambio paralelo había registrado una apreciación considerable, explicada principalmente por controles del gobierno y financiamiento con emisión de deuda en lugar de emisión monetaria.

Este escenario internacional y regional más contractivo, junto con un menor nivel esperado de la economía china, daban cuenta de una pérdida de impulso de la demanda externa.

En el contexto doméstico, se mencionaba que los indicadores de corto plazo evolucionaban conforme a la

proyección de crecimiento para el presente año. Además, se resaltaba una expansión favorable en sectores de la economía más ligados a la generación de empleo, tales como las construcciones, la mayoría de las ramas de la industria y del sector servicios, que se han ido consolidando en los últimos meses. Igualmente, se resaltó que la dinámica observada en el tipo de cambio no representaba un riesgo para las proyecciones de la inflación, ya que la depreciación del tipo de cambio nominal se encontraba en línea con el comportamiento de las monedas de la región, lo cual reflejaba que, en parte, son factores exógenos los que explicaban esta trayectoria. Asimismo, el *pass-through* (efecto traspaso del tipo de cambio sobre la inflación), ha ido decreciendo históricamente como consecuencia de la mayor credibilidad de la política monetaria.

Con este escenario, el CEOMA consideró que la actividad económica observaba un mayor dinamismo, debido a la consolidación de sectores que mostraban una expansión favorable y el repunte de sectores que se encontraban débiles. Asimismo, se destacó que la tendencia del tipo de cambio había tenido un leve impacto en la inflación, por lo que el perfil de la política monetaria seguía siendo consistente con un escenario donde la inflación anual convergería al 5% en el horizonte relevante de política, por lo que el Comité decidió mantener la TPM en 6,75%.

Banco Central
del Paraguay

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

En el escenario internacional, los últimos datos publicados de las principales economías correspondientes al tercer trimestre señalan que el ritmo de recuperación de la economía mundial será desigual e inferior a lo esperado en el IPoM de setiembre (tabla I.1). En las economías desarrolladas, a pesar de las perspectivas de un crecimiento sostenido en Estados Unidos, un desempeño más frágil de lo previsto en la Eurozona explica parcialmente la revisión a la baja del crecimiento mundial durante el 2015 y 2016, aunque siguen siendo superiores al previsto para el 2014. Por otro lado, las expectativas de estabilización del crecimiento de China en niveles menores a los observados en los últimos años y el magro crecimiento de las economías de América Latina durante el 2014 llevaron a un ajuste a la baja en el crecimiento esperado de las economías emergentes. En este escenario, se espera que los principales socios comerciales de Paraguay muestren una demanda externa menos dinámica a la prevista en el IPoM anterior. Por su parte, a pesar de observarse un importante deterioro en las perspectivas para Argentina y Brasil, una mejora en las proyecciones de crecimiento para Uruguay llevó a un ajuste al alza en las proyecciones de crecimiento para los socios del bloque Mercosur durante el 2015 y 2016.

En Estados Unidos, las cifras del Producto Interno Bruto (PIB) del tercer trimestre ratifican las señales de recuperación que la economía venía registrando, con un crecimiento de la actividad del 3,9% trimestral anualizado, muy por encima del 3% esperado. Este resultado fue impulsado fundamentalmente por el gasto público y, en menor medida, por el consumo privado, la inversión y las exportaciones. De igual manera, el mercado laboral continúa registrando mejoras con una reducción de la tasa de desempleo hasta situarse en 5,8% en noviembre (6,1% en agosto). Con respecto a las condiciones sectoriales, los índices de difusión del sector manufacturero (*Purchasing Managing Index* o PMI) señalan un importante optimismo por parte de los gerentes de compras, inclusive por encima de las expectativas del mercado (gráfico I.1).

Tabla I.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

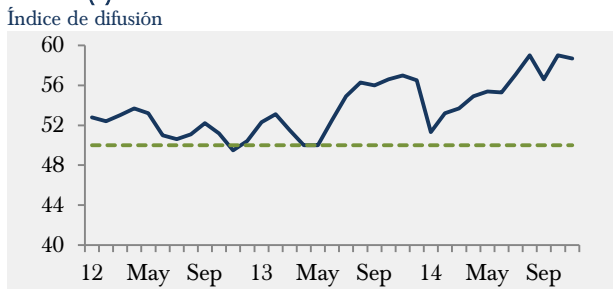
	2013 (e)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo	2,6	2,6	3,0	3,1
Estados Unidos	2,2	2,2	3,0	2,9
Eurozona	-0,4	0,8	1,2	1,6
China	7,7	7,4	7,0	6,8
América Latina	2,5	1,0	1,8	3,1
Brasil	2,5	0,2	1,2	2,1
Argentina	2,9	-1,6	-1,0	2,2
Socios comerciales	2,1	1,3	1,9	2,5
Socios Mercosur	2,7	0,2	1,0	2,2

(e): Estimación.

(f): Proyección.

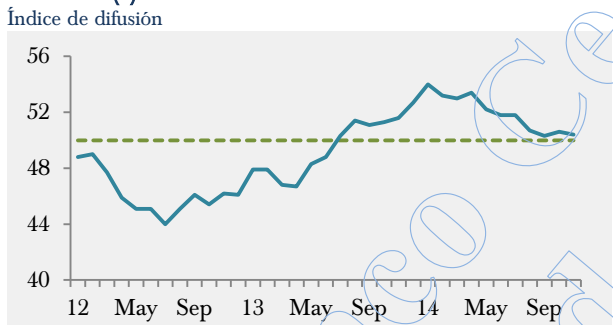
Fuente: Promedio simple de Bloomberg, Consensus Forecast y *World Economic Outlook*- Oct 2014 para 2014 y 2015. 2016 corresponde a datos de Bloomberg.

Gráfico I.1
Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en EE.UU. (*)



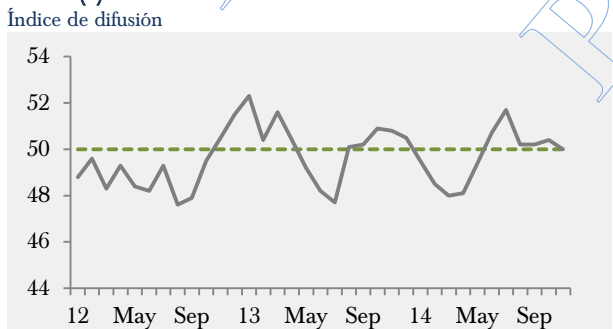
(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Construido en base a encuestas a gerentes de compras. Elaborado por el Institute for Supply Management (ISM).
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.2
Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Eurozona. (*)



(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por Markit Economics.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.3
Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en China. (*)



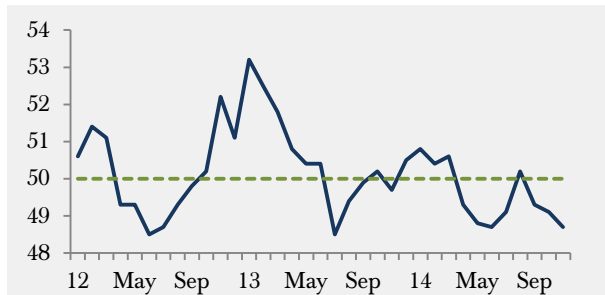
(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por el HSBC
Fuente: Bloomberg.

En la Eurozona, el crecimiento de 0,2% trimestral durante el tercer cuarto se ubicó marginalmente por encima de lo esperado (0,1%), luego de un crecimiento del 0,1% trimestral en el segundo trimestre (revisado del 0%), aunque se mantiene la falta de impulso que afecta a la región. Esta cifra se explica por el resultado positivo de Francia, Alemania y España (0,3%, 0,1% y 0,5% trimestral, respectivamente) que permitió compensar la contracción registrada por Italia. Por otra parte, las expectativas del sector manufacturero, medidas por el PMI, no muestran señales de repunte, como resultado de la débil demanda que enfrenta el sector, la cual limita el crecimiento de la producción y el empleo (gráfico I.2). En consecuencia, se detuvo la mejora gradual que el mercado de trabajo venía registrando, ubicándose la tasa de desempleo, por cuarto mes consecutivo, en torno al 11,5% en octubre. Esta persistencia, como consecuencia de un crecimiento muy por debajo del potencial, según el Banco Central Europeo (BCE), mantiene las perspectivas del desempleo por encima del 11% hasta finales de 2015.

En China, se verificó una moderación de la actividad durante el tercer trimestre, alcanzando un crecimiento del 7,3% interanual, la menor tasa registrada de los últimos cinco años. El crecimiento se vio impulsado por la industria (7,1%) y los servicios (7,9%). Por su parte, el sector manufacturero mostró una mayor pérdida de impulso, con un PMI de 50 en noviembre, reflejo de una caída de la producción y un modesto crecimiento de las nuevas órdenes (gráfico I.3). A pesar de los esfuerzos del gobierno por estimular a la economía, los riesgos se mantienen a la baja y están relacionados, principalmente, con el debilitamiento del sector inmobiliario, la desaceleración de la inversión en activos fijos y las fragilidades del sistema financiero.

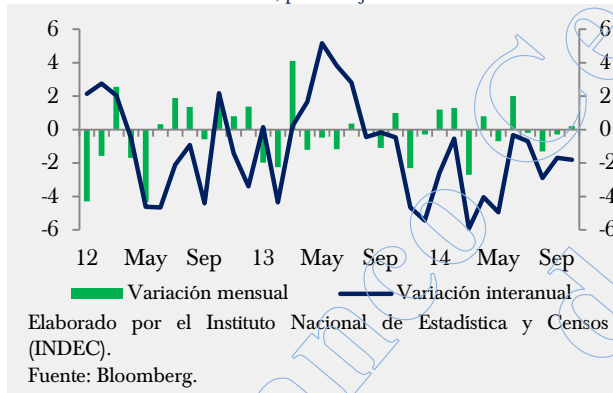
En el plano regional, luego de dos trimestres de contracción de la actividad económica, Brasil mostró una frágil recuperación durante el tercer trimestre con un crecimiento del 0,1% trimestral, explicado fundamentalmente por un mayor consumo de gobierno (1,3%) e inversión (1,3%), los cuales contrarrestaron la caída del 0,3% del consumo privado. A pesar de esta mejora, persiste el deterioro de las condiciones del sector manufacturero, medidas por el PMI (gráfico I.4), las cuales fueron afectadas por reducciones aceleradas de la

Gráfico I.4
Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Brasil(*)
Índice de difusión



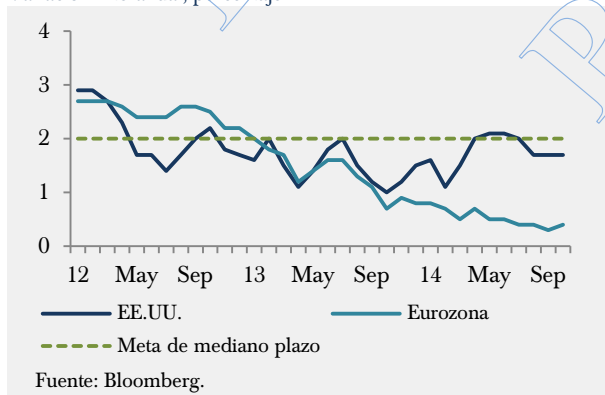
(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por HSBC.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5
Argentina: Estimador Mensual Industrial
Variación mensual e interanual, porcentaje



Elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6
Inflación en economías desarrolladas
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

producción y las nuevas órdenes. En este escenario, las expectativas para el 2014, oficiales y privadas, fueron revisadas a la baja y si bien el crecimiento esperado para los próximos años es mayor, se espera que su ritmo se mantenga débil ante las perspectivas de un perfil más contractivo de la política económica (fiscal y monetaria).

Por su parte, Argentina logró un repunte de la actividad económica del 0,9% trimestral durante el segundo cuarto, explicado por un aumento del consumo de gobierno, mientras los demás componentes de la demanda registraron una caída. Por su parte, el sector manufacturero acumuló en setiembre catorce meses consecutivos de contracción en la producción (gráfico I.5), con una variación anual promedio de -2,5%. Si bien ya se vislumbraba una contracción para el presente año en los meses anteriores, los últimos cambios en las expectativas señalan una contracción para el 2015 y una menor recuperación a la esperada en el IPoM anterior para el 2016.

Inflación y Política Monetaria

En las economías desarrolladas, los precios de la energía afectaron las variaciones observadas en la inflación. En Estados Unidos, el índice de precios al consumidor se situó nuevamente por debajo del 2% en setiembre y octubre, lo cual incidió en el ajuste a la baja de las expectativas de inflación. Por su parte, en la Eurozona, la inflación total y núcleo se han mantenido por debajo del 1% hasta octubre y por 13 meses consecutivos. Al respecto, el BCE informó que no se observa un cambio de tendencia en las perspectivas de corto plazo, con riesgos que se mantienen a la baja como consecuencia de las debilidades de la actividad económica reflejada en las cifras de producción y empleo (gráfico I.6).

En Brasil, a pesar de las debilidades de la actividad económica, la inflación se mantuvo por encima del techo del rango de tolerancia (6,5%) del BCB (gráfico I.7) en setiembre y octubre. Si bien la difusión de la inflación se redujo, los incrementos observados en los precios administrados por ajustes en la política fiscal y la depreciación del real frente al dólar, impiden lograr una reducción sostenida de los precios. Sin embargo, las expectativas apuntan a que la inflación se ubicará en torno al 6,3% al cierre del año, como resultado de un

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje



Gráfico I.8
Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas (*)

Porcentaje

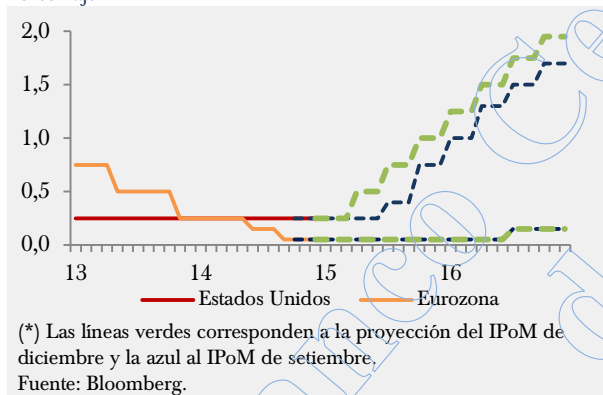
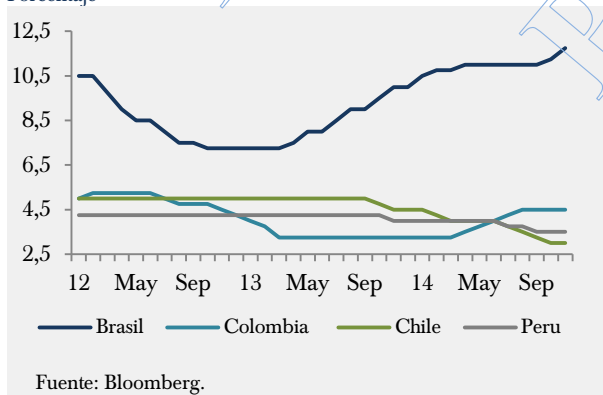


Gráfico I.9
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



efecto base. En Argentina, las cifras oficiales y privadas registran una inflación acumulada a octubre del 21,4% y 33,3%, respectivamente. Se observa un aumento en la mayoría de los precios de los bienes de la canasta oficial en el periodo de referencia, además de mantenerse las presiones salariales. En línea con estos incrementos, la oferta monetaria –medida por la cantidad de dinero en poder público– aumentó en promedio 19,7% anual en octubre, marginalmente superior al 19,6% verificado en agosto.

Con respecto a las decisiones de política monetaria, los datos de inflación y actividad económica cambiaron levemente las expectativas de ajuste gradual del proceso de normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos (gráfico I.8). Si bien las perspectivas de inflación se volvieron a ubicar levemente por debajo del 2% en el corto plazo, la recuperación gradual y sostenida del mercado laboral, llevó a que las perspectivas de ajuste de las tasas de referencia se adelanten al segundo trimestre del 2015, en lugar del tercer trimestre como se esperaba en el IPoM anterior. Por su parte, en la Eurozona las expectativas de inflación no muestran señales de convergencia a la meta del 2% hasta finales de 2015, con lo cual se espera que las tasas se mantengan en niveles muy cercanos a cero durante este periodo.

En Brasil, el ciclo de ajuste monetario continúa mostrando una tendencia distinta a la observada en los demás países de la región con metas de inflación (gráfico I.9). En su comunicado de octubre, el BCB sorprendió al mercado con un incremento de 25 pb, seguido de otro ajuste de 50 pb en noviembre, ubicando así a la tasa Selic en 11,75%. Al respecto, la autoridad monetaria informó que el balance de riesgos de la inflación se tornó menos favorable, principalmente por los posibles efectos de segunda vuelta derivados de los ajustes en precios administrados, con lo cual el mercado espera futuros incrementos a lo largo del 2015. En Argentina, la reciente apreciación del tipo de cambio paralelo (como consecuencia de la intensificación de los controles de gobierno y del financiamiento de la deuda pública con emisión de deuda, en lugar de la monetización) no sería permanente, teniendo en cuenta la experiencia pasada de su economía.

Gráfico I.10
Precios de materias primas

Índices, enero 2012 = 100

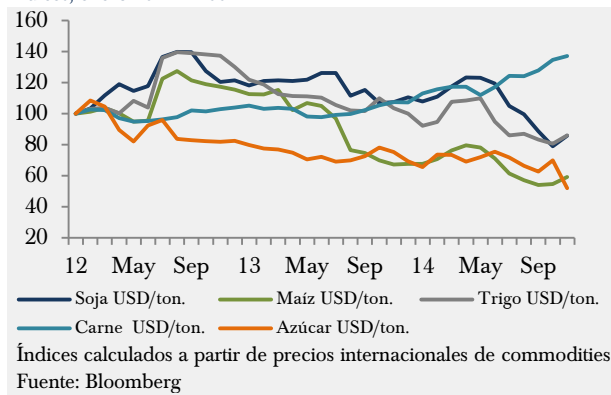


Gráfico I.11
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

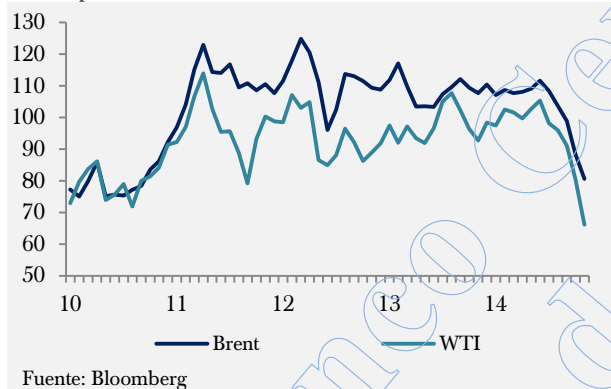
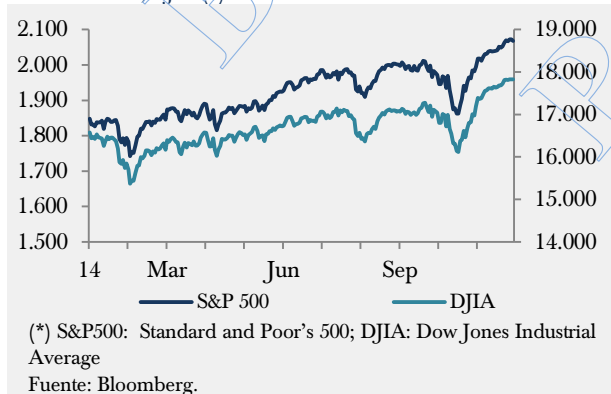


Gráfico I.12
Mercado bursátil de Estados Unidos

Índices S&P500; DJIA (*)



En cuanto a la política monetaria no convencional, la Fed culminó con su programa de compra de activos en octubre como lo había anunciado. Por su parte, el BCE no ha adoptado nuevas medidas no convencionales, aunque no descartó la implementación de futuras medidas en caso de observar que la economía requiera un impulso adicional al proveído durante este año.

Materias primas

Las caídas registradas en los precios de los granos se moderaron en los últimos meses, destacándose nuevamente el precio de la soja, con una variación anual de -20,3% en noviembre (-22,2% en setiembre), menor disminución influenciada por un recorte en las estimaciones de los inventarios finales. Asimismo, el maíz y el trigo verificaron una reducción de precios de -11,9% y -17,1% en noviembre, respectivamente (-27,7% y -18,2% en setiembre), debido al retraso en la cosecha de maíz en Estados Unidos y al deterioro de las perspectivas del trigo en Australia (gráfico I.10).

Por su parte, el precio de la carne bovina mantuvo la tendencia al alza que se venía observando, con un incremento anual del 27,8% en noviembre, por encima del 25,1% verificado en setiembre, debido en gran parte a un aumento sostenido de la demanda en relación a la producción mundial.

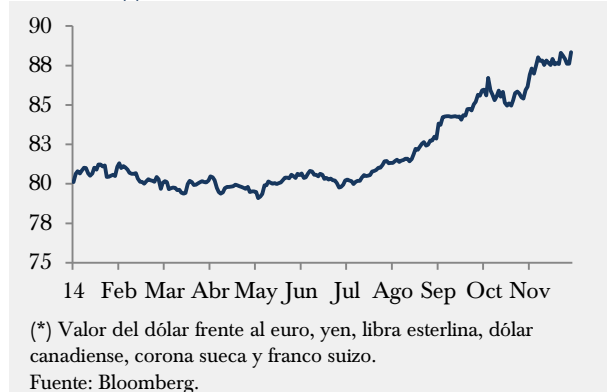
En cuanto al azúcar, los niveles históricos de producción en India incidieron en la caída del precio en noviembre (-31,1% anual), superior a la observada en setiembre (-13,8%).

La tendencia a la baja del precio del petróleo (Brent y WTI) se acentuó en los últimos meses, con caídas por encima del 25% anual en noviembre. Este comportamiento fue influenciado en gran parte por una menor importación de Estados Unidos, explicado por la mayor producción doméstica que alcanzó niveles históricos (gráfico I.11).

Gráfico I.13

Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales

Índice DXY (*)



Mercados financieros internacionales

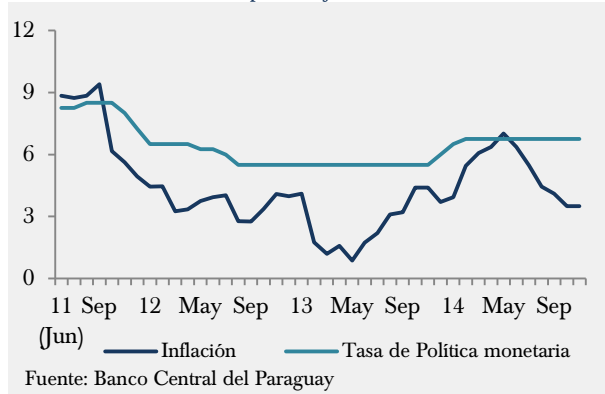
Los índices bursátiles de Estados Unidos S&P 500 y Dow Jones (gráfico I.12) registraron una fuerte caída entre la segunda quincena de setiembre y la primera de octubre tras proyecciones menos favorables de crecimiento económico mundial. No obstante, posterior a este episodio, el comportamiento de estos índices se ha revertido, alcanzando en el mes de noviembre máximos históricos no registrados desde el año 2007. Estos eventos frenaron temporalmente la tendencia apreciatoria del dólar estadounidense observada desde inicios de julio. Sin embargo, dicho comportamiento ha venido mostrando una moderación en octubre y noviembre (gráfico I.13).

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasa de política monetaria e inflación

TPM e Inflación interanual, porcentaje



Política Monetaria

Desde la última publicación del IPoM, la actividad económica ha evolucionado satisfactoriamente con el fortalecimiento de los sectores que ya venían mostrando un dinamismo importante durante los primeros meses del año y la recuperación de sectores debilitados durante el primer semestre. Asimismo, la inflación seguía mostrando una trayectoria favorable. Este escenario seguía siendo consistente con el perfil de la política monetaria, por lo que la TPM fue mantenida en 6,75% en las reuniones de octubre y noviembre (gráfico II.1).

Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre se ha registrado una marginal recomposición en el perfil de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), incluidas las colocaciones en facilidad de depósitos, con respecto a lo que se había observado durante el segundo trimestre del corriente año. Se destaca un incremento de las colocaciones en IRM en comparación a la cuenta de facilidad de depósitos, situación que se registra a partir del segundo cuarto. Así, durante el segundo y tercer trimestre de 2014 se observa que el BCP ha retirado una mayor cantidad de liquidez estructural del sistema financiero, realizando mayores colocaciones de IRM a plazos más largos (gráfico II.2). Las expectativas de inflación del mercado juegan un rol importante en estos resultados, ya que el incremento de los saldos de IRM del tercer trimestre fue acompañado de una reducción de las tasas de colocaciones en todos los plazos, situación que da cuenta de que las expectativas de inflación permanecen ancladas (gráfico II.3).

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

Porcentaje

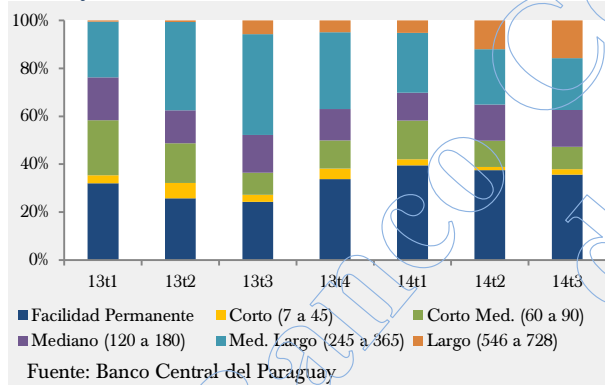
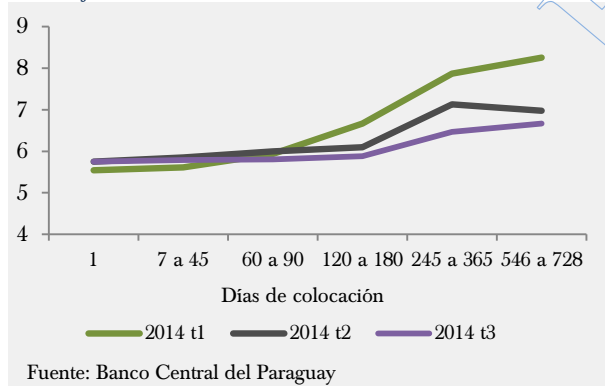


Gráfico II.3

Tasas de rendimiento de IRM por plazos

Porcentaje



BCP © Derechos Reservados 2014

Gráfico II.4

Evolución del Crédito
Variación interanual, porcentaje

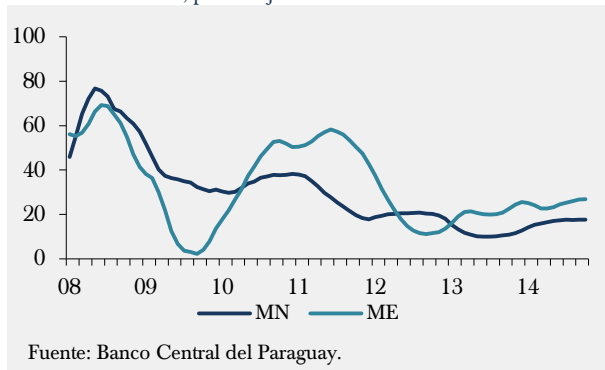


Gráfico II.5

Crédito MN y ME
Variación mensual, porcentaje

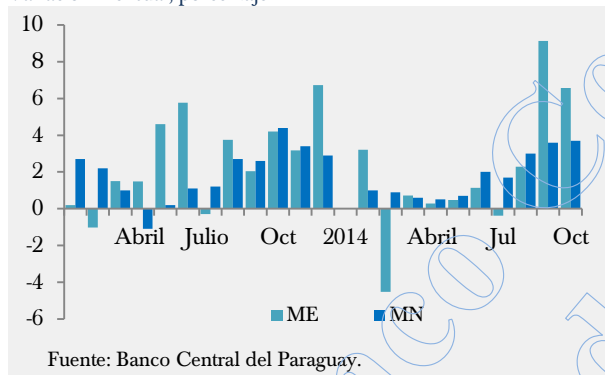
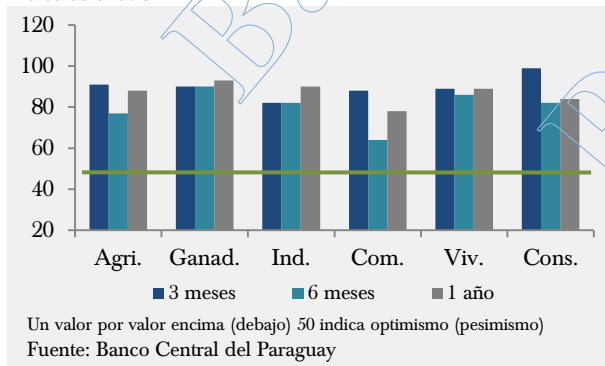


Gráfico II.6

Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



Condiciones Financieras

Desde el último informe, los créditos bancarios al sector privado no financiero continuaron mostrando una tendencia al alza, tanto en moneda nacional como extranjera. En el mes de octubre, los créditos totales crecieron a una tasa interanual de 24,1%, por encima del 16,7% observada en el mismo mes del año anterior. Asimismo, los créditos en moneda local verificaron un incremento de 17,6%, mientras que aquellos denominados en moneda extranjera crecieron a una tasa de 26,7% (gráfico II.4).

En el margen, también se sigue observando un comportamiento favorable. En el mismo periodo, los préstamos en moneda local y extranjera registraron variaciones mensuales de 1,9% y 3,7%, respectivamente (gráfico II.5).

Con respecto a los destinos, los créditos al sector familia, al comercio y a la ganadería concentran la mayor parte de los préstamos en moneda local (68%). Por otra parte, la agricultura, el comercio, la industria y la ganadería son los principales destinos de los créditos en moneda extranjera (78%). Cabe mencionar que estos sectores también obtienen la mayor parte de sus ingresos en moneda extranjera, y en ese sentido, se minimizan los riesgos asociados a las fluctuaciones cambiarias.

Las perspectivas para los próximos meses siguen siendo favorables. De acuerdo a la encuesta correspondiente al tercer trimestre sobre la situación general del crédito, las expectativas sobre el comportamiento de la economía, al igual que el trimestre anterior, siguen siendo positivas para la concesión de créditos al sector privado.

Asimismo, los indicadores de difusión de créditos por sectores siguen ubicándose en niveles optimistas, en especial para los créditos al consumo. Se espera que para diciembre los mismos aumenten de forma importante, mientras que para los meses de marzo y junio del 2015, la expectativa, aunque todavía muy positiva, es relativamente menor (gráfico II.6).

Gráfico II.7

Volumen Negociado en la BVPASA
En Millones de Guaraníes

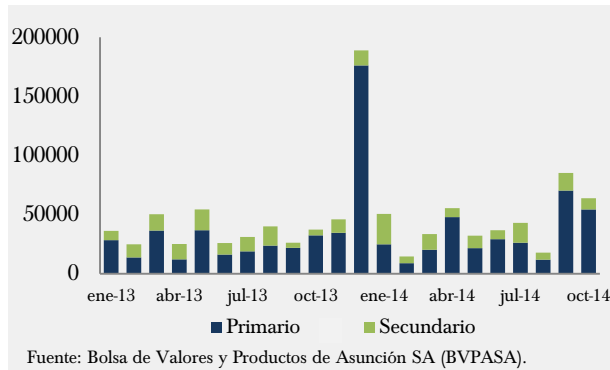


Gráfico II.8

Tipo de cambio Nominal respecto al dólar
Índice 18-dic-2013 = 100

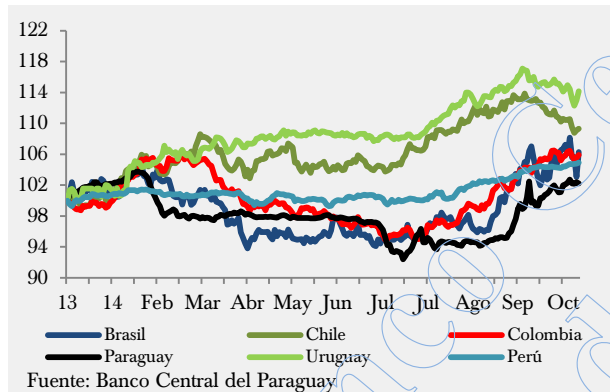
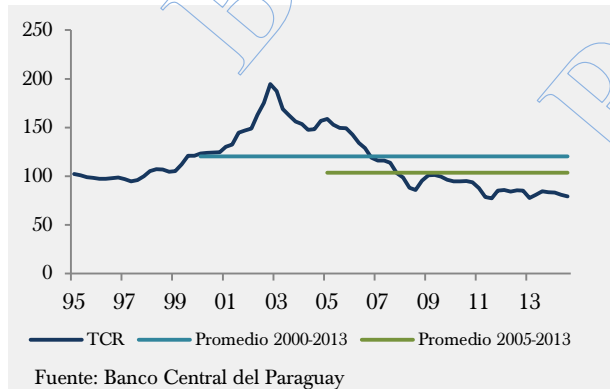


Gráfico II.9

Tipo de cambio real
Índice 1995 = 100



Mercado bursátil

Consistente con la evolución de los créditos bancarios, las negociaciones de títulos en la bolsa de valores también han aumentado en el 2014. En el mes de octubre, el volumen de transacciones se ubicó en ₡ 63.964 millones, 71% superior al registrado en el mismo mes del 2013. Del monto total, el 80,9% fue en moneda local y el 19,1% en dólares americanos (gráfico II.7).

Las negociaciones en la bolsa fundamentalmente se refieren a transacciones de títulos de renta fija, que en el mencionado mes representaron el 99% del total.

Las operaciones en el mercado primario representaron el 85% del total negociado. No obstante, cabe señalar que las operaciones en el mercado secundario han ido adquiriendo mayor importancia en los últimos años.

Por otra parte, la tasa de interés promedio ponderado se situó en 15% para las operaciones en moneda local y 8% para aquellas en moneda extranjera, inferiores a las observadas en octubre del 2013 (16% y 8,2%, respectivamente). Con respecto a los plazos, el promedio ponderado fue de 71 meses en guaraníes y 58 meses en moneda extranjera.

En el mercado cambiario, entre setiembre y noviembre el guaraní ha registrado una depreciación de 6,8% con respecto al dólar americano, en línea con la evolución observada de las principales monedas de la región. Este comportamiento ha ido revirtiendo la apreciación registrada entre febrero y agosto. Igualmente, el tipo de cambio real (TCR) se ha depreciado en torno a 6%, en línea con el tipo de cambio nominal, en el mismo periodo (gráficos II.8 y II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

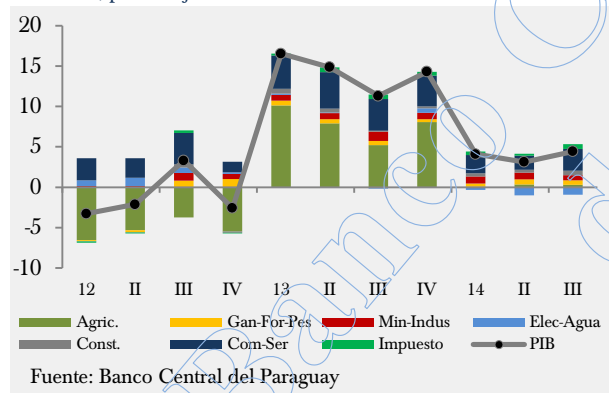
Sectores	Pond. 2013	2014		
		I	II	III
Agricultura	18,7	0,3	1,9	1,9
Ganadería, forestal y pesca	6,2	7,0	11,1	7,2
Industria y minería	10,2	8,9	8,4	5,8
Electricidad y agua	12,1	-2,7	-8,1	-7,7
Construcción	3,4	13,5	10,8	15,4
Servicios	43,0	5,5	4,0	6,1
Impuestos a los productos	6,4	7,6	4,0	9,0
PIB Total	100,0	4,1	3,1	4,4
PIB sin Binacionales	89,5	5,1	4,7	6,2
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	70,8	6,7	5,4	7,0

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2013	2014		
		I	II	III
Demanda Interna	93,1	2,5	3,4	8,4
Consumo hogares	64,4	2,4	3,4	5,3
Durables	20,0	7,7	3,7	8,6
Semi Durables	12,0	2,8	2,4	7,1
No Durables	25,0	-0,5	3,1	2,8
Consumo gobierno	9,4	-2,6	1,9	10,9
Formación Bruta de Capital	19,2	5,5	4,3	17,3
Exportaciones	59,7	5,3	-1,9	-2,1
Importaciones	52,8	2,7	-2,4	4,0
PIB Total	100,0	4,1	3,1	4,4

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La dinámica favorable que ha venido mostrando la actividad económica se ha ido consolidando en los meses recientes, debido al mejor desempeño de algunos sectores de mayor importancia en la estructura económica y por la fuerte recuperación de otros que habían mostrado ciertas fragilidades durante el primer semestre del año.

En el tercer trimestre, el PIB registró una expansión interanual de 4,4%, superior a la tasa del 3,1% registrada en el trimestre anterior (tabla III.1). Este crecimiento está explicado fundamentalmente por el sector servicios y las construcciones y en menor medida por la industria y el sector primario, principalmente la ganadería (gráfico III.1). El sector terciario ha sido impulsado fuertemente por la recuperación de los servicios gubernamentales, el comercio y los servicios financieros.

Los mejores resultados de las construcciones en el tercer cuarto son consistentes con la evolución satisfactoria que está mostrando la inversión física del gobierno y, de esta manera, este sector ha comenzado a acompañar la fuerte dinámica que ya venían mostrando las construcciones del sector privado.

El crecimiento en el tercer cuarto se ha dado a pesar de las debilidades que siguen observándose en la producción de energía eléctrica y el leve crecimiento de la agricultura. Esto implica que el dinamismo de aquellos sectores más ligados a la generación de empleo e ingreso fue aún mayor, lo cual se verifica en el crecimiento anual del 7% del PIB sin agricultura y sin binacionales, por encima del 5,4% del trimestre previo.

Coherente con esta evolución del PIB sin agricultura y sin binacionales, la demanda interna también ha registrado una significativa expansión (8,4% anual), muy superior al 3,4% del trimestre anterior (tabla III.2). Si bien el consumo sigue siendo el principal motor del crecimiento, el diferencial con respecto al segundo trimestre está explicado fundamentalmente por el incremento de las inversiones (gráfico III.2).

Gráfico III.2
PIB: Componentes de Demanda
Incidencia, porcentaje

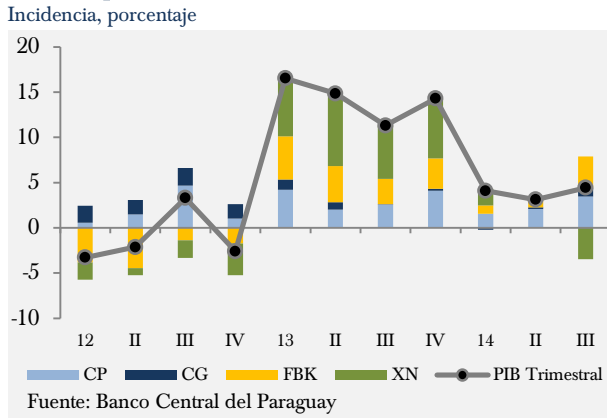


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

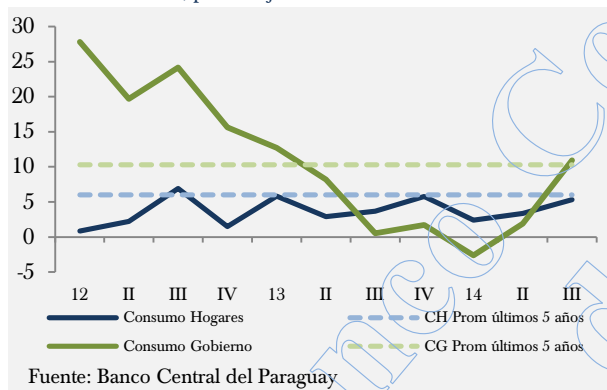
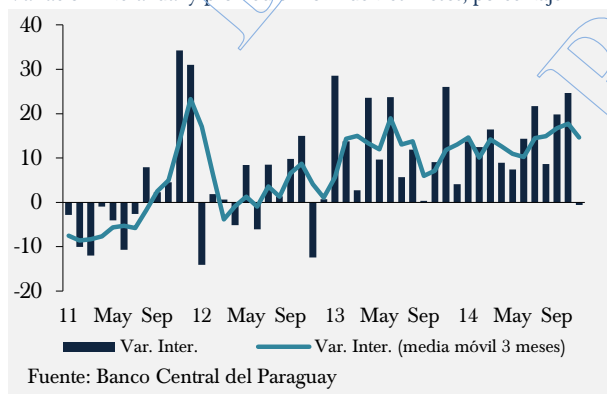


Gráfico III.4
Indicador evolución del sector construcción
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Al interior del consumo total se destaca la recuperación del consumo de gobierno, que en el tercer trimestre creció a una tasa anual de 10,9%, significativamente mayor al 1,9% del trimestre previo. El incremento más relevante se ha dado en el rubro de bienes de consumo, principalmente por las mayores compras de medicamentos y combustibles. Asimismo, el consumo privado ha registrado un mayor crecimiento respecto al trimestre previo, explicado por el mejor desempeño del consumo de bienes durables y semidurables, que observaron variaciones anuales de 8,6% y 7,1%, respectivamente (gráfico III.3).

Las inversiones han mostrado una considerable expansión de 17,3% en el tercer cuarto (4,3% en el segundo). Esto se explica por el importante impulso de las construcciones, en tanto que la inversión en maquinarias y equipos sigue ubicándose por debajo de los niveles del 2013. Como se ha mencionado en el IPoM anterior, la importante adquisición de bienes de capital el año anterior condiciona la evolución de esta variable en el periodo actual, lo cual es previsible teniendo en cuenta el ciclo de reposición de este tipo de activos. Sin embargo, se espera que este componente de la inversión presente resultados más satisfactorios hacia el cierre del año (gráficos III.4 y III.5).

En el cuarto trimestre se mantendrían las recientes dinámicas sectoriales como así también de los componentes de la demanda interna, conforme a los distintos indicadores de corto plazo.

Cuenta Corriente

Al tercer trimestre, el saldo de la cuenta corriente ascendió a USD 508,3 millones, monto inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior (USD 863,8 millones), principalmente por una reducción en el saldo de la balanza de bienes (gráfico III.6).

Al respecto, las exportaciones totales ascendieron a USD 3.162,6 millones en el tercer trimestre y las acumuladas totalizan USD 10.395,9 millones (-2,2% interanual). Esta reducción se explica por menores ingresos por reexportaciones (-13,1%) y exportaciones de energía eléctrica (-7,1%), en tanto que la dinámica de los bienes tradicionales permitió atenuar esta disminución.

Gráfico III.5

Indicador evolución de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

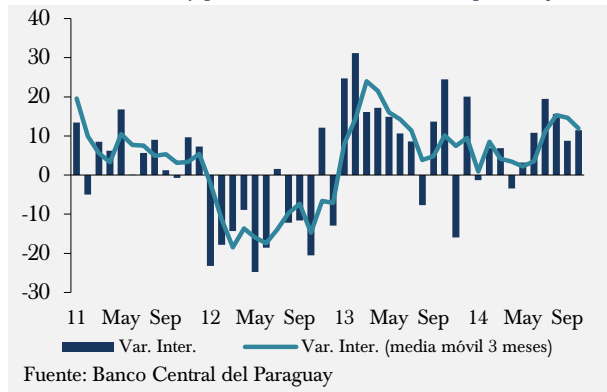


Gráfico III.6

Saldo de la Cuenta Corriente

Porcentaje del PIB

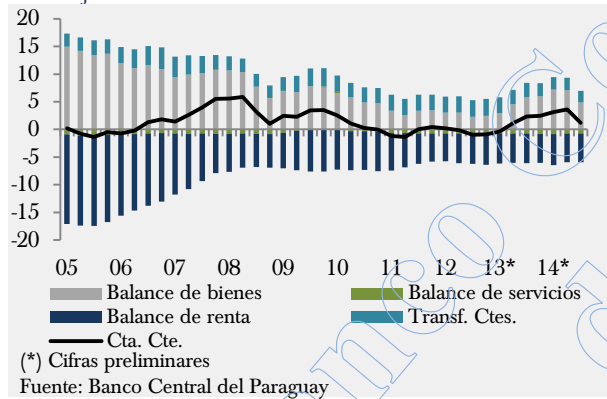


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2013*	2014*	2015 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	665,7	235,1	50,6
Balanza Comercial	1.662,3	1.381,4	1.248,7
Exportaciones	13.604,7	13.571,8	13.675,7
Importaciones	-11.942,4	-12.190,5	-12.427,1
Servicios	-219,4	-215,2	-295,4
Renta	-1.497,2	-1.567,6	-1.564,6
Transferencia Corriente	719,9	636,6	661,6
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	2,3	0,8	0,2

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

A su vez, las importaciones totales al tercer trimestre ascendieron a USD 3.233,0 millones y acumulan USD 8.921,6 millones, resultando levemente inferiores a las observadas en el mismo periodo del año anterior. Este resultado se explica fundamentalmente por una reducción en las importaciones de bienes que son susceptibles para la reexportación y que durante el 2014 fueron afectadas principalmente por el debilitamiento de la economía brasilera. No obstante, las importaciones para uso interno están mostrando resultados favorables en los últimos meses.

En lo que respecta a la balanza de servicios y de rentas, estas han presentado un resultado deficitario. Así, la balanza de servicios acumula un déficit del USD 211,2 millones al tercer trimestre del año, mientras que la balanza de rentas acumula, al mismo periodo, un déficit de USD 1.194,3 millones.

Para fines del 2014, se espera que la cuenta corriente cierre con un superávit cercano al 0,8% del PIB (aproximadamente USD 235,1 millones) inferior al registrado en el 2013.

Por su parte, para el 2015 se prevé un leve aumento de las exportaciones totales de la mano de una recuperación de las ventas de energía eléctrica y un modesto incremento de las exportaciones de bienes tradicionales. Este incremento sería atenuado por una caída de los bienes susceptibles de reexportación. Asimismo, se espera un leve crecimiento de las importaciones totales por mayor demanda de bienes de consumo y bienes de capital. En este escenario, se estima que la cuenta corriente cierre el año con un superávit del 0,2% del PIB (tabla III.3).

Finanzas públicas

Al mes de octubre, los ingresos totales del Gobierno Central se incrementaron en términos interanuales a una tasa de 15%, explicada principalmente por los ingresos corrientes que crecieron en torno al 15,8%, mientras que los ingresos de capital se redujeron en 64,3%. Dentro de los ingresos corrientes, se destaca el comportamiento de los ingresos tributarios, que al mismo periodo se incrementaron en 20%, observándose similar dinamismo en todos sus componentes.

Por otra parte, el gasto total obligado se incrementó en 13,5% al mes de octubre, explicado por el aumento de los gastos corrientes (13,6%) y de capital (13,1%). Dentro de los primeros, los servicios personales registraron una variación de 5,8%. Por otro lado, desde mediados de año la inversión física del gobierno se ha ido incrementando, ubicándose al mes de octubre en 11,7%, por encima del nivel acumulado en el mismo periodo del 2013, lo que explica el crecimiento de los gastos de capital.

Con los resultados hasta octubre, se observa que el Gobierno Central presenta un déficit del 0,59% del PIB, mayor al observado durante el mismo periodo del 2013 cuando se había registrado un déficit de 0,30% del PIB. En términos de resultados primarios, se observa un déficit del 0,26% del PIB para el periodo analizado, mientras que durante el mismo periodo del 2013, se había observado un déficit del 0,05% en relación al PIB (tabla III.4).

Para el cierre del 2014, se estima un déficit de alrededor del 1,9% del PIB. Si bien los ingresos han mostrado una expansión importante, los gastos también se han incrementado, principalmente por la recuperación importante que han tenido los gastos de capital desde mediados de año.

Tabla III.4
Finanzas públicas – Gobierno Central
Porcentaje del PIB

Recaudado/ Obligado	2011	2012	2013	2014*
Ingresos Totales	18,06	18,98	16,67	14,81
Ingresos Corrientes	17,42	18,52	16,48	14,75
Ingresos de Capital y Donaciones	0,64	0,46	0,19	0,06
Egresos Totales	17,31	20,79	18,57	15,40
Gastos Corrientes	13,28	15,98	14,63	12,25
Gastos de Capital	4,03	4,81	3,95	3,15
Resultado Global	0,75	-1,81	-1,91	-0,59
Resultado Primario	1,02	-1,57	-1,59	-0,26
Financiamiento	-0,75	1,81	1,91	0,59

Fuente: Banco Central del Paraguay en base a datos del Ministerio de Hacienda
(* Datos a octubre 2014)

Gráfico III. 7
Inflación Total y Núcleo

Variación interanual, porcentaje

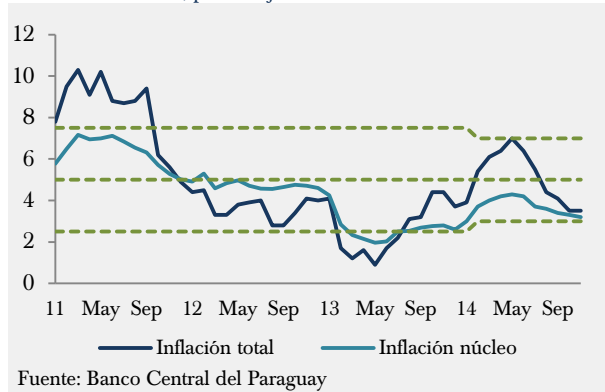


Gráfico III. 8
Inflación mensual

Promedio móvil de tres meses, porcentaje

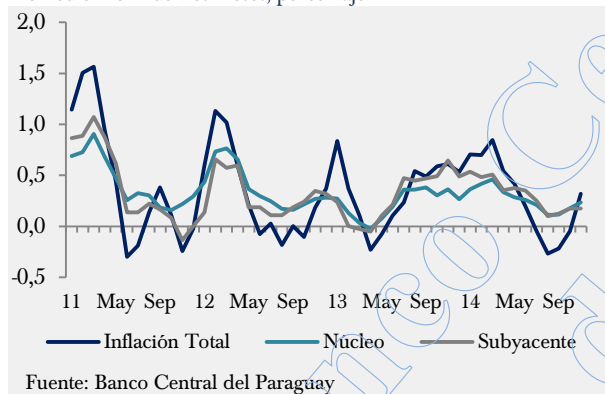
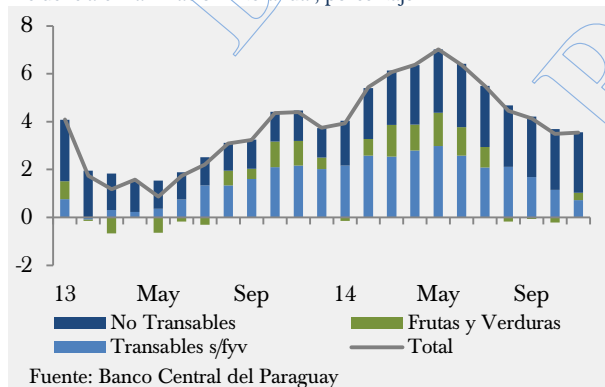


Gráfico III.9
Inflación de bienes Transables, y no Transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Evolución de los precios

Luego de que la inflación total mensual mostrara una trayectoria decreciente, desde el último IPoM ha ido aumentando. Igualmente, la inflación núcleo mensual ha mostrado un comportamiento similar, aunque con menores oscilaciones y manteniéndose en valores positivos.

Por otra parte, la inflación total interanual (gráfico III.7) registró en noviembre una tasa de variación del 3,5% y la núcleo, del 3,2% (4,1% y 3,4% en el IPoM anterior, respectivamente). Con respecto a las otras medidas de inflación, la subyacente –que excluye frutas y verduras–, y la subyacente X1 –que además de lo anterior también excluye servicios tarifados y combustibles–, registraron la misma tendencia, con tasas interanuales de 3,4% y 3,2%, respectivamente (4,5% y 4,4% en setiembre).

A diferencia de lo observado entre julio y setiembre, las tasas de variación mensual del IPC en los últimos tres meses (setiembre a noviembre), registraron una reversión al alza, acentuándose en los dos últimos meses (gráfico III.8). Así, el promedio de este periodo (0,3%) se ubica por encima del observado entre agosto y octubre (0%) y entre julio y setiembre (-0,2%). Este comportamiento indica que la presión a la baja que se observó anteriormente se ha ido disipando en los últimos meses.

En tanto, la inflación núcleo promedió, entre setiembre y noviembre, un incremento de 0,23%, mayor a los trimestres móviles anteriores (0,18% y 0,12%). La inflación subyacente registró promedios de 0,17%, 0,17% y 0,12%, respectivamente, en los mismos periodos.

Los factores principales que incidieron en estos aumentos están relacionados con la inflación de los alimentos y la de servicios. Asimismo, la dinámica del tipo de cambio observada desde setiembre, contribuyó positivamente a través de un aumento de precios de bienes de origen importado, principalmente los durables (gráfico III.10).

Dentro de la agrupación alimentos, si bien en el IPoM anterior se observaba un comportamiento a la baja en el precio de la carne bovina, en los últimos meses se registró un aumento, el cual estuvo impulsado por una mayor demanda externa. Además, algunos componentes volátiles

Gráfico III.10
Inflación nacional e importada

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje

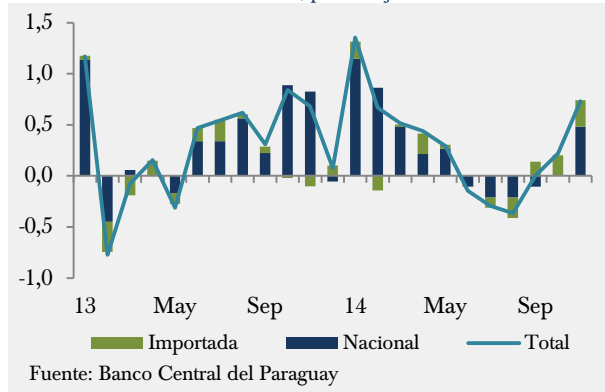


Gráfico III.11
Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje

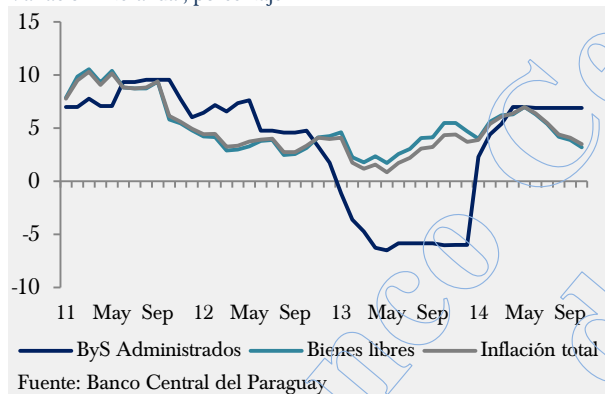
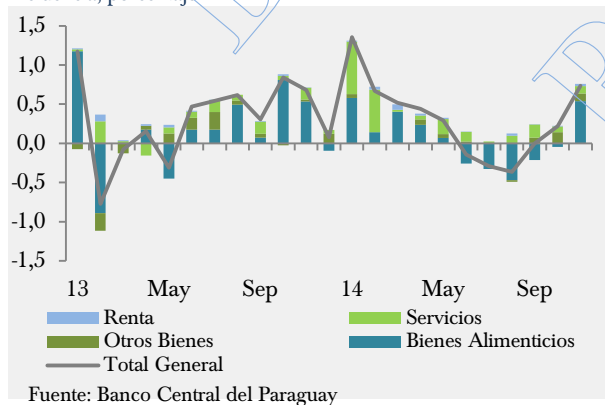


Gráfico III.12
Inflación mensual del IPC

Incidencia, porcentaje



de la canasta han incrementado sus precios, específicamente en el mes de noviembre.

Con relación a la inflación de bienes no transables (mayoritariamente servicios), estos mantuvieron su contribución positiva, observándose incrementos en los precios de servicios de salud, alquileres, telefonía móvil, servicios de alojamiento, mantenimiento del hogar y servicios de restaurantes (gráfico III.9 y III.12).

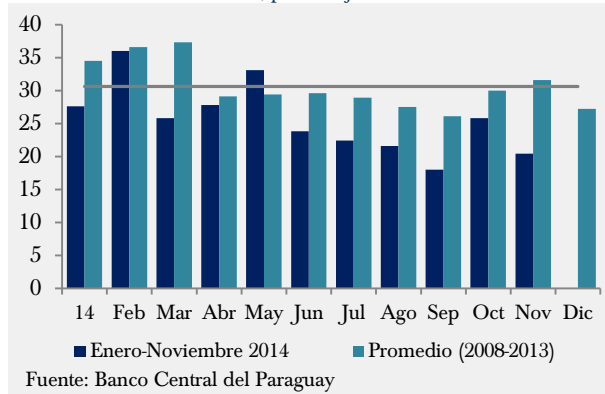
En línea con lo señalado previamente, los valores del índice de difusión para variaciones de precios mayores a 0,4% mensual (5% en términos anualizados) se situaron por debajo del promedio histórico en estos últimos meses (gráfico III.13), perfil que se observó desde mediados de año. Así, al analizar los promedios móviles trimestrales, se observa que entre setiembre y noviembre, el índice se situó en torno al 21,4% (21,8% y 20,7% en los trimestres móviles anteriores, respectivamente).

Con relación a los precios derivados del petróleo, los combustibles han registrado en los últimos meses un comportamiento estable a pesar de la disminución del precio internacional del crudo, que en lo que va del año acumula una caída en torno al 27%.

Por su parte, el Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que contiene los precios de las materias primas más relevantes para la inflación (gráfico III.14), si bien en términos mensuales experimentó una variación de -2,3% el mes de noviembre, sigue con una trayectoria interanual creciente desde agosto. Este comportamiento está explicado fundamentalmente por la evolución de los precios de los alimentos.

Gráfico III. 13
Difusión de la inflación

Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

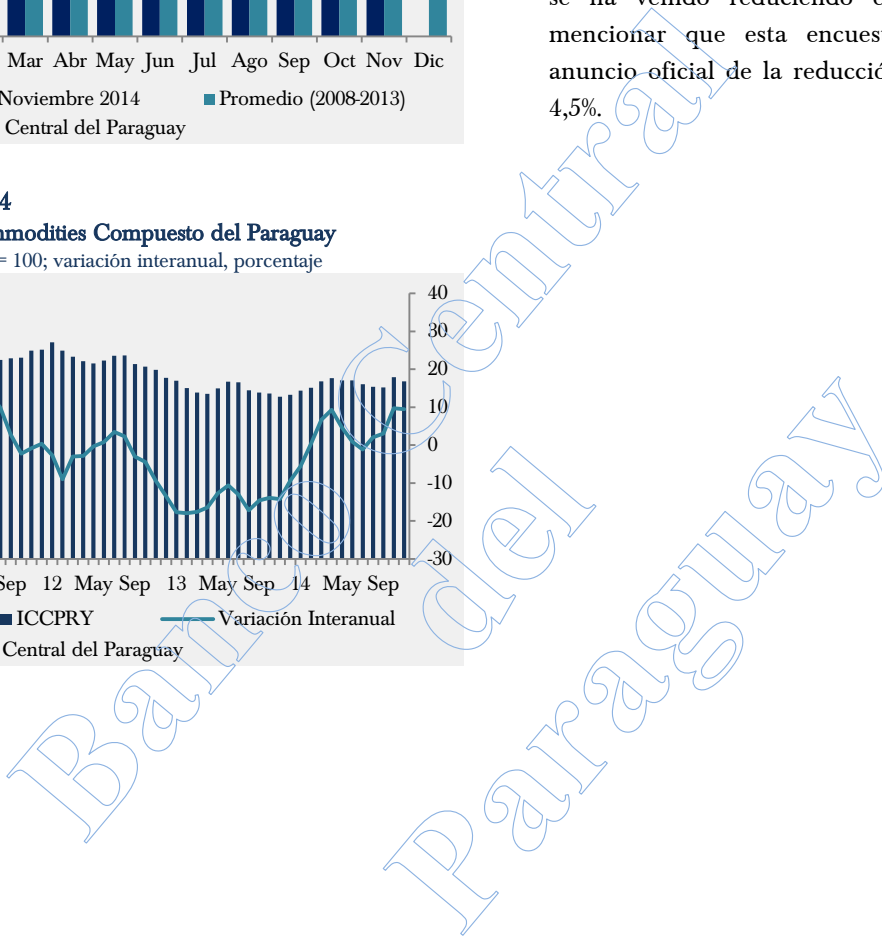
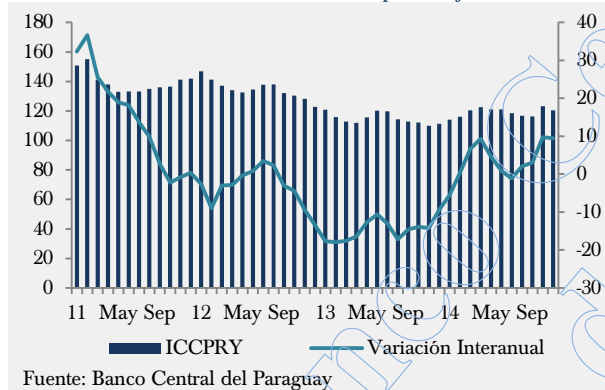


Perspectivas de Inflación

Las expectativas de inflación a noviembre, en base a la encuesta Expectativas de Variables Económicas (EVE), se encuentran alineadas a la meta del 5% tanto para el horizonte de política monetaria (cuarto trimestre de 2016), como para el cuarto trimestre de 2015. Dichas perspectivas se mantienen a pesar de la reciente dinámica del tipo de cambio, considerando que el efecto traspaso a la inflación se ha venido reduciendo en los últimos años. Cabe mencionar que esta encuesta fue realizada antes del anuncio oficial de la reducción de la meta de inflación a 4,5%.

Gráfico III. 14
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay

Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



IV. Escenarios para la inflación y Balance de Riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	2013 (e)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo	2,6	2,6	3,0	3,1
Estados Unidos	2,2	2,2	3,0	2,9
Eurozona	-0,4	0,8	1,2	1,6
China	7,7	7,4	7,0	6,8
Brasil	2,5	0,2	1,2	2,1
Argentina	2,9	-1,6	-1,0	2,2
Socios comerciales	2,1	1,3	1,9	2,5
Socios Mercosur	2,7	0,2	1,0	2,2

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg. Consensus Forecast y *World Economic Outlook*- Oct 2014 para 2014 y 2015. 2016 corresponde a datos de Bloomberg.

Tabla IV.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2013	2014	2015*
PIB	14,2	4,0	4,5
Demanda Interna	7,6	5,3	4,6
Demanda Interna (sin V.E.)	6,0	4,5	4,9
Formación bruta de capital fijo	11,9	7,0	7,2
Consumo total	4,7	3,9	4,3
Consumo privado	4,6	4,0	4,5
Consumo público	5,3	3,3	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	18,4	2,7	4,3
Importaciones de bienes y servicios	6,8	4,9	4,4
Cuenta corriente (% del PIB)	2,3	0,8	0,2
FBKF (% del PIB nominal)	15,1	15,6	16,0
FBKF (% del PIB real)	18,1	18,6	19,1

Fuente: Banco Central del Paraguay

Escenario base de proyección

Respecto de la actividad global, si bien se espera una recuperación para los próximos años, ésta sería levemente menor a la prevista en el IPoM anterior, resultado de un crecimiento más moderado en las economías avanzadas y emergentes (tabla IV.1).

En cuanto a los precios en economías desarrolladas, la reciente tendencia a la baja en el precio del petróleo redujo las expectativas de inflación para Estados Unidos a 1,7% y 2,2%, para el 2015 y 2016, respectivamente. Asimismo, las debilidades de la actividad económica de la Eurozona redujeron las perspectivas de aumento de precios a 0,9% y 1,4%, respectivamente para los próximos dos años.

A nivel regional, persisten las presiones inflacionarias en Brasil y Argentina, a pesar de la marcada debilidad de la actividad económica. Así, las expectativas de inflación para 2015 y 2016 en Brasil se mantienen por encima de la meta del BCB en 6,3% y 5,8%, respectivamente. Por su parte, en Argentina las expectativas señalan una inflación de 26,4% para 2015, levemente inferior a lo esperado en meses anteriores.

Con respecto a las tasas de referencia internacional, la mejora gradual del mercado laboral en Estados Unidos reforzó las perspectivas de un cambio en el perfil de la política monetaria de la Fed hacia uno más restrictivo a mediados del 2015, con lo cual las proyecciones de la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro americano, a tres meses, se incrementaron hasta ubicarse en 0,9% y 1,7%, en promedio, para el 2015 y 2016, respectivamente.

En el escenario base, la perspectiva de crecimiento de la economía paraguaya en el 2014 se mantiene en 4% anual, aunque con un sesgo de revisión al alza, lo cual se debería a la reciente dinámica verificada en los indicadores de corto plazo.

Para el 2015, se prevé que el PIB crecerá 4,5% anual, en torno al potencial de la economía (tabla IV.2). Dicho incremento se sustenta principalmente por la expansión de los servicios y del sector secundario, debido al dinamismo de la industria y las construcciones. Por su parte, el sector

Tabla IV.3
Crecimiento del PIB

Variación anual, porcentaje

Tipo de Gastos	Pond. 2013	2011	2012	2013	2014(f)	2015(f)
Demanda Interna	93,2	6,6	0,9	7,6	5,3	4,6
Consumo Privado	64,4	5,6	2,8	4,6	4,0	4,5
Consumo Público	9,5	5,3	21,0	5,3	3,3	3,5
FBK	19,3	10,8	-13,5	20,2	10,8	5,3
Exportaciones	59,5	6,2	-6,7	18,4	2,7	4,3
Importaciones	52,7	10,4	-3,5	6,8	4,9	4,4
PIB	100,0	4,3	-1,2	14,2	4,0	4,5

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección

Tabla IV.4
Crecimiento del PIB

Incidencia, porcentaje

Tipo de Gastos	2011	2012	2013	2014(f)	2015(f)
Demanda Interna	6,3	0,8	7,5	5,0	4,3
Consumo Privado	3,7	1,9	3,2	2,6	2,9
Consumo Público	0,4	1,8	0,5	0,3	0,3
FBK	2,1	-2,8	3,7	2,1	1,1
Demanda Ext. Neta	-1,9	-2,1	6,7	-1,0	0,1
Exportaciones	3,7	-4,1	10,6	1,6	2,5
Importaciones	5,7	-2,0	3,9	2,6	2,4
PIB	4,3	-1,2	14,2	4,0	4,5

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección

Tabla IV.5
Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2014	2015(f)	2016(f)
Inflación IPC promedio	5,2	3,3	
Inflación IPC diciembre	4,2	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)			4,5
Inflación IPC subyacente promedio	4,8	3,3	
Inflación IPC subyacente diciembre	3,6	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (*)			4,5

(f) Proyección

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2016.

primario y la recuperación de la generación de energía eléctrica tendrían una incidencia inferior en este resultado.

La demanda interna en el 2015 crecerá 4,6%, siguiendo así con la dinámica verificada en los últimos años. Dicha expansión se explica principalmente por el incremento de las inversiones, sustentadas en mayores proyectos públicos y privados, como así también otros contemplados bajo la figura de la Alianza Público-Privada (APP). Igualmente, el consumo privado registrará un mayor impulso con una tasa de crecimiento de 4,5%. De esta manera, la demanda interna atenuará el impacto de las condiciones externas menos favorables (tabla IV.3 y tabla IV.4).

En el escenario base, la proyección de la inflación total para el 2014 es 4,2%, levemente superior al previsto en el IPoM anterior, explicada por los datos efectivos de los últimos dos meses que fueron afectados básicamente por shocks de oferta. Para el 2015, la disminución de la inflación en los primeros meses se explica, en parte, por los elevados niveles de precios de principios del 2014 y por una brecha externa negativa. Posteriormente, consistente con la evolución de la economía, la inflación convergerá gradualmente a la nueva meta de 4,5% en el horizonte de política, en este caso, el cuarto trimestre del 2016 (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

El escenario base refleja los factores y eventos que cuentan con una probabilidad de ocurrencia más elevada. Sin embargo, existen riesgos que podrían desviar la inflación doméstica de la trayectoria esperada, dada alguna modificación en el contexto macroeconómico. Es así que, analizados los escenarios alternativos, el CEOMA considera un balance de riesgos equilibrado para la inflación.

En el escenario internacional, persiste el riesgo de una caída de precios de los *commodities*, principalmente como consecuencia de la desaceleración de China. Sin embargo, los efectos podrían ser mayores sobre los precios de los metales y en menor medida sobre los alimentos. Esto se explica por un rebalanceo en el crecimiento de la inversión hacia el consumo, que podría darse en los próximos años.

Por otro lado, los últimos resultados de actividad económica y del mercado laboral de Estados Unidos, señalan que la normalización de las condiciones monetarias podría darse a

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje

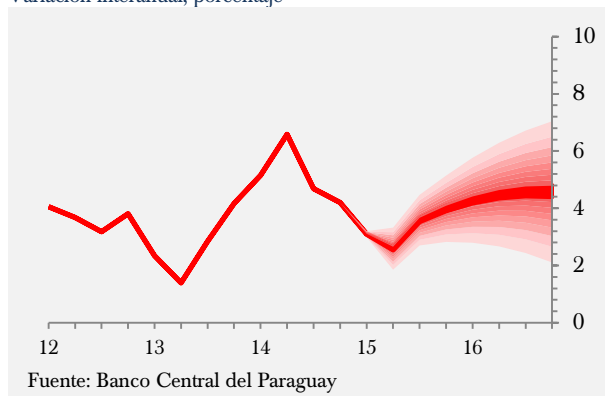
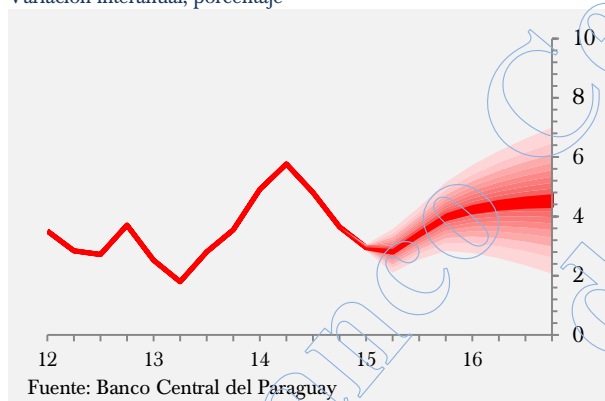


Gráfico IV.2
Proyección de inflación subyacente
Variación interanual, porcentaje



finales del primer semestre del 2015 con un aumento en la tasa de política monetaria de la Fed. Dicho anuncio podría retrasarse en caso que la inflación se mantenga por debajo de la meta de 2%. La magnitud de su impacto sobre la economía doméstica (a través de las expectativas de depreciación del tipo de cambio), dependerá de la estrategia comunicacional de la Fed (*forward guidance*), el cual podrá ser mitigado en la medida que el anuncio sea internalizado por los mercados de manera clara y oportuna.

A nivel regional, un perfil más contractivo de la política fiscal y monetaria en Brasil para el año entrante mantiene sus perspectivas de crecimiento con riesgos a la baja. Al respecto, una desaceleración mayor a la esperada podría impactar en la actividad doméstica, principalmente a través de la reexportación de bienes. Sin embargo, el impacto sobre la perspectiva de crecimiento no sería significativo, teniendo en cuenta que la expansión del producto estaría explicada principalmente por la demanda interna. Asimismo, en Argentina, a pesar de la reciente apreciación del tipo de cambio paralelo, persisten los diferenciales de precios locales respecto a los precios argentinos, lo cual constituye un riesgo para algunos sectores de la actividad económica.

En el contexto doméstico, se prevé un mayor impulso fiscal, el cual se explicaría, en gran parte, por mayor inversión física, lo que sumado a los proyectos bajo la modalidad de la APP, podría aumentar la demanda de bienes y servicios, generando presiones sobre los precios internos.

Considerando estos escenarios de riesgos, el BCP continuará monitoreando sus potenciales implicancias, a fin de aplicar oportunamente medidas de política adecuadas, de modo a evitar que la inflación se desvíe de la meta de 4,5% en el horizonte relevante de política monetaria.

Recuadro: Estimación del Producto Potencial y Brecha del Producto para Paraguay

Introducción

El producto potencial y la brecha de producto son dos variables que ocupan un lugar muy importante en la conducción de la política monetaria. Sin embargo, a pesar de su potencialidad como variables relevantes para la toma de decisiones de política, tanto el producto potencial como la brecha del producto no son directamente observables. Por esta razón, es necesario elaborar una estrategia que permita la estimación de estas variables utilizando para ello metodologías alternativas. En este documento se presenta el método basado en una función de producción del tipo neoclásico.

Función de producción

Se parte de una forma funcional de largo plazo del tipo Cobb-Douglas con retornos constantes a escala que tiene la siguiente forma:

$$Y = AK^\alpha HL^{1-\alpha} \quad (1)$$

Donde, Y es el producto real, los coeficientes α y $1 - \alpha$ representan las elasticidades del producto respecto a los factores capital K y trabajo L , respectivamente, H es un índice que ajusta el empleo por capital humano y A es la productividad total de los factores (PTF).

Existen dos métodos alternativos para la estimación de la función de producción (Miller, 2002). El primero consiste en calcular los parámetros a partir de las cuentas nacionales, aproximando la participación del capital y el trabajo en las cuentas de generación del ingreso¹. El segundo método consiste en hallar una relación de largo plazo entre el producto, el capital y el trabajo, lo cual implica asumir que la economía alcanza un estado estacionario y, por lo tanto, la productividad es constante. La función de producción se estima a través de las técnicas de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y Mínimos Cuadrados Ordinarios

¹ A partir de las estadísticas de las cuentas nacionales de Paraguay se estimó un promedio de alrededor del 46% para la participación de la renta del capital en el producto, considerando datos desde el año 2003 hasta el 2012.

Dinámicos (MCO)². Todas las estimaciones se realizaron utilizando datos de frecuencia trimestral para el periodo comprendido entre el primer trimestre de 1994 y el tercer trimestre de 2014.

La ventaja del enfoque de función de producción radica en la posibilidad de descomponer los determinantes del crecimiento e identificar la contribución de cada uno de los factores. La identificación de la contribución de las fuentes del crecimiento del producto potencial se realiza mediante un ejercicio de contabilidad del crecimiento en la siguiente sección³.

Por otra parte, en Paraguay no existen series oficiales de stock de capital, con lo cual debió ser estimado a través del método de inventario permanente, donde se estima el stock de capital agregado considerando una tasa de depreciación anual de 7%⁴.

En ese sentido, el stock de capital evoluciona de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$\min_{\{x_i\}} \sum_{i=2}^T [x_i * 100 - x_{i-1} * 100]^2 \quad (3)$$

con $T = 12 * n$

$$s. a. \frac{(\sum_{i=1}^{p_t} x_{it})}{p_t} = x_t \quad \forall t \quad (4)$$

Donde n representa el número de años, p_t es el número de meses en que fue tomada la encuesta en el año t , x_i es la variable mensual del mes i , x_{it} es la variable mensual del mes i en el año t y x_t es la observación anual del año t . El índice de capital humano, al igual que Güenaga, Mourelle y Vicente (2013), fue estimado a través de la metodología de Collins y Bosworth (1996) que asignan retornos a la

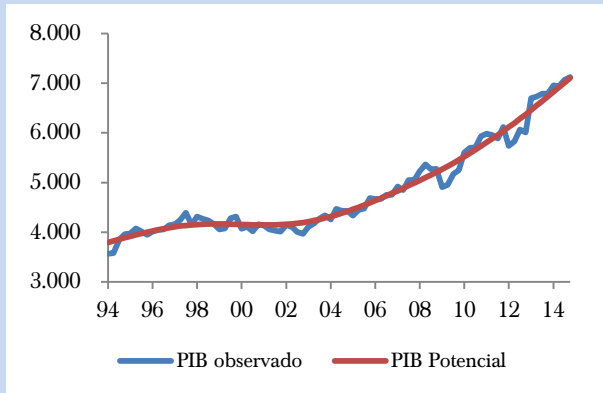
² Stock y Watson (1998) proponen este método para solucionar de forma no paramétrica los problemas de simultaneidad y correlación serial de los residuos de la regresión asociados a la endogeneidad de los regresores y problemas de medición de las variables.

³ El valor final elegido para α en el análisis del crecimiento realizado a través de la función de producción es 42%.

⁴ Fernández Valdovinos y Monge Naranjo (2004) utilizan una tasa de depreciación del stock de capital igual a 8%. Esta tasa se ha utilizado también en el ejercicio, obteniendo resultados muy parecidos.

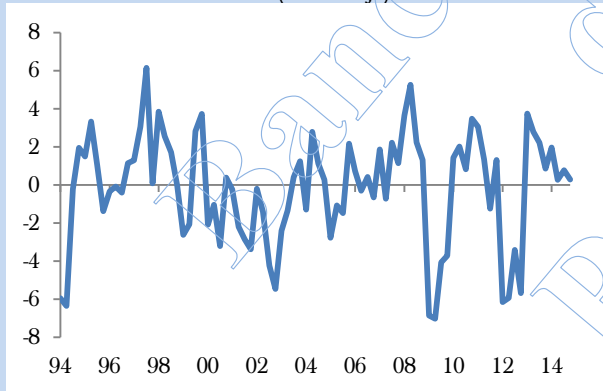
educación partiendo de la distribución de ocupados según logro educativo, para el trabajo se utiliza una tasa de retorno anual de 12%⁵.

Gráfico 1: Estimación del Producto Potencial
(En miles de millones de guaraníes constantes)



En el periodo 2004-2014, se observa una aceleración del producto potencial, estimándose una tasa de variación promedio anual alrededor del 4,6%. Este periodo se caracterizó por el fuerte crecimiento del sector agropecuario, en especial la producción de soja, la cual aumentó a niveles significativos, tanto en área cultivada, como en rendimiento.

Gráfico 2: Estimación de la Brecha del Producto
(Porcentaje)



Por otro lado, en la estimación de la brecha del producto se puede observar que la menor magnitud de esta se da en el segundo trimestre de 2009 y la de mayor magnitud en el tercer trimestre de 1997.

⁵ Espínola (2001) encuentra para Paraguay que por cada año de educación el salario se incrementa en 12%. La serie de empleo ajustada se calcula por el incremento de años en educación y se multiplica por 0,12, con eso se obtiene un índice por "mayor productividad", finalmente se calcula el trabajo corregido por calidad multiplicando el índice por el número de trabajadores.

Producto potencial y contabilidad del crecimiento

La identificación de la contribución de las fuentes del crecimiento del producto potencial se realiza mediante un ejercicio de contabilidad del crecimiento, para ello se utilizan los valores calculados de tendencia o potenciales del stock de capital, empleo y PTF.

A los efectos del análisis se divide la muestra en cuatro sub-periodos, los resultados se presentan en el cuadro 3.

Cuadro 1: Contabilidad del crecimiento. PIB potencial y determinantes. (Porcentaje)

Periodo	Producto potencial	Empleo	Capital	PTF
1994-2014	3,0	1,9	0,9	0,2
1994-2004	1,3	2,3	-0,8	-0,2
2004-2014	4,6	1,5	2,6	0,5
2013-2014	5,6	1,4	3,0	1,2

El producto potencial muestra un crecimiento anual promedio de 3,0% para todo el periodo, impulsado mayormente por los factores productivos empleo y capital con contribuciones de 1,9% y 0,9%, respectivamente, y en menor medida por la PTF, que contribuye con 0,2%.

Por otra parte, se observa además que el periodo de menor crecimiento potencial (1994-2004) está explicado por caídas en el capital y en la PTF.

Para el último periodo se observan las mayores tasas de crecimiento de toda la muestra, con un promedio de 5,6% anual, impulsado principalmente por un aumento en promedio del capital de 3,0% anual.

Conclusiones

En el documento se presenta las estimaciones de producto potencial y brecha de producto para la economía paraguaya en el periodo trimestral 1994-2014, utilizando para ello una función de producción.

Con el ejercicio de contabilidad del crecimiento se pudo determinar las contribuciones del capital, empleo y la PTF, encontrándose que el producto potencial presentó un crecimiento de 5,6% para el promedio 2013-2014, mientras que la brecha mostró un valor cercano a 1,0%, indicando un nivel de producción efectivo por encima de la capacidad potencial de la economía y siendo explicado por los tres determinantes del método de función de producción.

Finalmente, los resultados obtenidos permitirán a la autoridad monetaria tener un conocimiento más exacto del nivel del producto potencial y por ende de la brecha del producto, que en todos los casos muestran ser variables determinantes de la tasa de inflación de la economía. Asimismo, la disponibilidad de esta metodología será de suma importancia a la hora de analizar el nivel de estas variables compatibles con la estabilidad de precios, objetivo final de la política monetaria.

Referencias

Acosta-Ormaechea, S. y Dabán-Sánchez, T. (2011). "Paraguay: Crecimiento del Producto Potencial y Efectos de Derrame de la Agricultura". Informe de país del Fondo Monetario Internacional No. 11/239.

Collins, S. y Bosworth, B. (1996). "Economic growth in East Asia: Accumulation versus assimilation". *Brookings Papers on Economic Activity* 27, 2, 135-204.

Coeymans, J. E. (2007). "Determinantes del desempleo en Paraguay". Programa de Fortalecimiento de la SSEEL. Ministerio de Hacienda de Paraguay.

Elosegui, P., Garegnani, L., Lanteri, L., Lepone, F. y Paladino, J. (2006). "Estimaciones alternativas de la brecha del producto para la economía argentina". *Ensayos Económicos* 45, 45-77. Banco Central de la República Argentina.

Espínola, Z. (2001). "Educación y ahorro: variables clave para el despegue del Paraguay". *Economía y Sociedad*, Año 2, N° 4. DGEEC.

Fernández Valdovinos, C. y Monge Naranjo, A. (2004). "Economic growth of Paraguay". *Economic and Social Study Series*. RE1-04-009. Inter-American Development Bank.

Güenaga, M., Mourelle, J. y Vicente, L. (2013). "Estimaciones alternativas de producto potencial y brecha de producto en Uruguay. La función de producción versus filtros univariados". Banco Central del Uruguay.

Johnson, C. (2013). "Potential output and output gap in Central America, Panama and Dominican Republic". IMF Working Paper, WP/12/145.

Miller, S. (2003). "Métodos alternativos para la estimación del PBI potencial: Una aplicación para el caso de Perú". *Revista Estudios Económicos*. Banco Central de Reserva del Perú.

Ruíz Díaz, V. (2012). "La tasa de interés neutral en Paraguay". Banco Central del Paraguay.

Solow, R. (1957). "Technical change and the aggregate production function". *Review of Economics and Statistics* 39, 312-20.

Stock, J. y Watson, M. (1998) "Business cycle fluctuations in U.S. Macroeconomic time series". NBER Working Paper N° 6528.

Glosario

Índice de precios al consumidor (IPC): índice que mide las variaciones de precios a lo largo del tiempo de una canasta de consumo fija, correspondiente al Área Metropolitana de Asunción, (base 2007=100) y con una muestra representativa de 450 productos, clasificados por finalidad de gastos del consumo.

Inflación núcleo: corresponde al promedio aritmético de los siguientes indicadores de inflación: inflación núcleo media truncada (suavizada), inflación núcleo media truncada (no suavizada), inflación núcleo por exclusión e inflación núcleo doble ponderación.

IPC subyacente: índice de precios que excluye los precios de las frutas y verduras de la canasta del IPC total.

IPC subyacente (X1): índice de precios que, además de excluir los precios de las frutas y verduras, no incorpora los precios de los servicios tarifados y combustibles.

M0: billetes y monedas emitidos por el BCP y en circulación en la economía.

M1 (Medio circulante): billetes y monedas en poder del público y los depósitos en cuenta corriente del sector privado.

M2 (Oferta monetaria): medio circulante (M1) y el cuasidinero. Este último, comprende los depósitos de ahorro, depósitos a plazo y los certificados de depósitos de ahorro.

PIB socios comerciales: corresponde al crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de Paraguay ponderados por su participación en las exportaciones totales. Para el cálculo correspondiente al 2013, los países considerados representan el destino del 94% del total de las exportaciones. Para el periodo 2014 - 2016, los países considerados representan el destino del 93% del total de

las exportaciones durante el periodo enero-agosto de 2014.

PIB socios Mercosur: corresponde al crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay que se encuentran dentro del Mercosur, ponderados por su participación en las exportaciones totales al Mercosur. Para el cálculo correspondiente al 2013, los países considerados constituyen el destino del 94% del total de las exportaciones al Mercosur, en promedio, durante el periodo 1990 - 2013. Para el periodo 2014 - 2016, los países considerados representan el destino del 93% del total de las exportaciones al Mercosur durante el periodo enero - agosto de 2014.

PMI (*Purchasing Managers Index*): indicador macroeconómico que pretende reflejar las perspectivas sectoriales en un país basándose en los datos recabados por una encuesta mensual a las empresas más representativas que realizan los gestores de compras. Sirve para medir el estado en el que se encuentra un sector de la economía en relación a meses anteriores. Los datos se presentan como índices de difusión, en los cuales un valor por encima de 50 indica una expansión respecto al mes anterior, mientras que una cifra por debajo de 50 señala una contracción respecto al mes previo.

Tasa de interés neutral: es la tasa consistente con el nivel de crecimiento potencial (o de largo plazo) de la economía en un ambiente de baja inflación. La misma sirve como referencia para determinar si la política monetaria es expansiva o contractiva.

TCR (Tipo de cambio real): corresponde a una medida del valor real del guaraní respecto de una canasta de monedas. Se construye a partir de las monedas de Estados Unidos, Eurozona, Japón, Brasil y Argentina.

Informe de Política Monetaria
Diciembre 2014

Banco Central
del Paraguay



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay