



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre
2015



Banco Central del Paraguay



Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	9
I. Entorno Internacional y Regional	12
II. Mercados Financieros	18
III. Escenario Doméstico	21
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	29
Recuadro I	33
Impacto de las condiciones externas sobre la economía Paraguay	
Glosario	38

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 21 de diciembre. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

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 periodo 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, 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).

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.

Resumen Ejecutivo

En el contexto externo, la economía mundial seguirá mostrando un moderado ritmo de expansión, afectado principalmente por el frágil desempeño de los países emergentes. En los Estados Unidos la actividad económica evoluciona favorablemente, si bien las previsiones de crecimiento del 2016 se han revisado levemente a la baja. Asimismo, la Eurozona sigue mostrando una paulatina recuperación. Sin embargo, entre los emergentes, las estimaciones de crecimiento de China continúan desacelerándose, mientras que la situación de América Latina se ha deteriorado con respecto al informe anterior, en especial, como resultado del debilitamiento de la economía brasileña.

En los Estados Unidos, las cifras de crecimiento del tercer trimestre fueron revisadas al alza, explicadas fundamentalmente por una mejora de las inversiones en inventarios privados. No obstante, la nueva estimación es inferior a la observada en el segundo cuarto. Asimismo, el mercado laboral continúa con su buen dinamismo. El desempleo se ubica en la tasa más baja desde abril del 2008, al tiempo que se verifica un aumento de las nóminas privadas. En este contexto de mejores perspectivas de la economía, la Reserva Federal (Fed) inició el proceso de normalización de las condiciones monetarias.

En la Eurozona, la actividad económica continúa expandiéndose de manera gradual en el tercer trimestre, impulsada principalmente por el consumo privado. Además, la actividad manufacturera se mantiene en zona de expansión y con un leve incremento en el margen. Por su parte, la tasa de desempleo, si bien se mantiene elevada, sigue mostrando una mejora en su evolución. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central Europeo (ECB) aumentó las medidas de impulso a través de la ampliación del programa de compra de activos hasta marzo 2017.

El crecimiento de la economía China se ha moderado en el segundo semestre del año. No obstante, la producción industrial mostró un repunte en el margen, explicado, en parte, por las medidas de reactivación aplicadas por el gobierno en los últimos meses. Asimismo, las ventas minoristas registraron una leve mejora. Hacia adelante, se mantienen las perspectivas de una mayor desaceleración de su economía, lo que podría seguir afectando la evolución de los precios de los *commodities*.

América Latina sigue mostrando correcciones en sus perspectivas de crecimiento, principalmente influenciadas por el magro desempeño de la economía brasileña. En el tercer trimestre, la actividad económica de Brasil mostró nuevamente una caída, explicada por las contracciones observadas en los tres sectores de la economía (primario, secundario y terciario). Con relación a los precios, la inflación continúa al alza, ubicándose muy por encima del rango meta. En consecuencia, el Banco Central de Brasil (BCB) mantuvo su tasa de política monetaria por tercera vez consecutiva. Este difícil escenario económico ha sido agravado por la compleja situación política actual y la pérdida del grado de inversión de sus instrumentos de deuda. Por su parte, en Argentina la situación económica permanece frágil en el último semestre del 2015, observándose caídas en algunas ramas de la industria. Para el 2016, las estimaciones de crecimiento se mantienen bajas, previéndose una recuperación importante en el 2017. El nuevo gobierno ha eliminado las restricciones cambiarias, lo que ha permitido disminuir al mínimo la brecha entre el tipo de cambio formal e informal.

En el plano local la actividad económica continuó mostrando un dinamismo moderado, afectada por el contexto global y regional más complejo. En el tercer trimestre, el PIB verificó una variación interanual de 2%, por debajo de las tasas observadas en los trimestres anteriores. Por el lado de la producción, este crecimiento se explicó principalmente por la producción agrícola y de energía eléctrica de las binacionales, y en menor medida por los servicios y la industria manufacturera. Por el lado del gasto, a pesar de su menor crecimiento respecto al trimestre previo, el aporte de la demanda interna continuó siendo el más importante, destacándose el consumo privado y público. Con respecto al sector externo, tanto las exportaciones como las importaciones siguen mostrando caídas en el tercer trimestre.

Por su parte, la inflación total ha mostrado una trayectoria a la baja desde el último IPoM, afectada por la disminución de precios de algunos rubros volátiles de la agrupación de alimentos, que contrarrestaron los incrementos observados en los precios de los servicios y productos relacionados al tipo de cambio. Entre octubre y noviembre, el promedio de la inflación

interanual se ubicó en 3,1%, por debajo del 3,7% registrado en el tercer trimestre. No obstante, las demás medidas de inflación muestran un comportamiento levemente al alza en los últimos meses. En el mismo periodo señalado, la inflación núcleo promedió 3,3%, superior al 3% observado en el tercer cuarto.

Como se ha dado en gran parte del 2015, desde el último IPoM el contexto externo más complicado continuó reflejándose en los indicadores de actividad económica doméstica. Además, la evolución de los precios y las expectativas de inflación seguían siendo consistentes con la meta de mediano plazo. Bajo este escenario, el CEOMA consideró adecuado mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,75% anual en sus reuniones de octubre, noviembre y diciembre, con el fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta del 4,5% anual en el horizonte de proyección. En su última reunión, el Comité resaltó la trayectoria al alza de la inflación núcleo, si bien esta sigue ubicándose por debajo del centro del rango meta. Además señaló, que seguirá monitoreando atentamente potenciales presiones sobre los precios, incluyendo aquellos derivados de los recientes cambios en el valor relativo de la moneda doméstica.

En el escenario base, la estimación de crecimiento para el 2015 fue corregida de 3,7% a 3,0% anual. Por el lado de la oferta, este cambio se explicó principalmente por una revisión a la baja del crecimiento del sector servicios e industria manufacturera, mientras que por el lado del gasto, se corrigieron ambos componentes (demanda interna y externa). Para el 2016, se prevé un crecimiento de 3,2% anual, que se sustentará fundamentalmente en la expansión de los sectores secundario y terciario. En este último, el comercio, los servicios gubernamentales y las comunicaciones tendrán una contribución importante. Asimismo, la industria manufacturera y las construcciones mostrarán un buen dinamismo.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2016(f)
Sector Primario	3,6	1,1	0,3
Agricultura	5,0	1,1	0,2
Ganadería	-1,8	1,0	0,1
Otros Primarios	6,6	0,8	0,0
Sector Secundario	2,1	3,3	0,8
Manufactura	2,0	3,5	0,4
Construcción	6,0	7,5	0,3
Electricidad y Agua	0,8	1,6	0,2
Sector Terciario	3,1	4,3	1,9
Gobierno General	6,0	3,6	0,3
Comercio	0,1	2,5	0,4
Comunicaciones	1,0	6,0	0,2
Otros Servicios†	5,0	5,8	0,9
Impuestos	3,8	4,7	0,3
PIB a precios de mercado	3,0	3,2	3,2
PIB no agrícola a precios de mercado	2,6	3,7	
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,9	4,1	

Fuente: Banco Central del Paraguay

(*) Proyección

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2014	2015	2016*
PIB	4,7	3,0	3,2
Demanda Interna	5,3	2,9	3,4
Formación bruta de capital	11,0	1,6	5,2
Formación bruta de capital fijo	8,8	6,3	5,0
Consumo total	3,8	3,2	2,9
Consumo privado	3,7	2,8	2,9
Consumo público	4,2	6,0	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	-2,0	1,7
Importaciones de bienes y servicios	5,3	-2,9	1,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,4	-1,8	-1,7
FBKF (% del PIB nominal)	15,9	16,7	17,3
FBKF (% del PIB real)	18,8	19,4	19,7

† Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Por otra parte, en el escenario base, a fines de este año la inflación total estaría en torno al 2,6% anual. Consistente con la evolución esperada de las variables macroeconómicas relevantes, la inflación seguiría dentro del rango de tolerancia ubicándose en 4,2% a finales del 2016 y convergiendo gradualmente a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de política monetaria, en este informe, es el cuarto trimestre de 2017.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio(*)	2,9	4,4	4,5	
Inflación IPC diciembre (**)	2,6	4,2	4,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,0	4,4	4,4	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,1	4,2	4,5	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,5

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

(**) Corresponde a la inflación de fin de periodo.

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2017.

En líneas generales, los riesgos señalados en el IPoM de setiembre se mantienen similares en este informe. En lo externo, la Reserva Federal dio inicio al esperado proceso de ajuste de tasas. Al respecto, persisten algunos riesgos derivados de las discrepancias en las expectativas de mercado y las declaraciones oficiales en relación a la velocidad del ajuste y al nivel que alcanzaría la tasa. Esto podría generar volatilidades de corto plazo afectando las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. Otro factor que podría fortalecer la moneda norteamericana en los mercados internacionales es la diferencia en el perfil de la política monetaria que están adoptando las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas, especialmente la Fed y el ECB. Respecto de China, el proceso de rebalanceo de su crecimiento de inversión a consumo, más lento al previsto, ejercería presiones adicionales a la baja sobre los precios de los alimentos, ya que la demanda de estos últimos sería menor a la internalizada por los mercados. En la región, los indicadores de actividad de Brasil no avizoran una recuperación en el corto plazo, por lo que los efectos sobre el comercio fronterizo podrían seguir observándose.

En lo interno, una mayor depreciación de la moneda local, además de seguir afectando los precios de los bienes finales (e insumos) importados, podría eventualmente influir en las expectativas de inflación y en consecuencia verificarse ajustes en los precios de los productos de origen nacional. No obstante, los menores precios de los combustibles derivados del petróleo y la inflación externa relevante para Paraguay atenuarían las presiones sobre los precios domésticos.

Evaluada los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Al respecto, el Comité seguirá atento a la evolución de las variables macroeconómicas más relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria que permitan la convergencia de la inflación a 4,5% anual en el horizonte de proyección.

Implementación de la Política Monetaria

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

En el IPoM de Setiembre, se destacaba la incertidumbre del escenario internacional. Por un lado, en las economías desarrolladas, Estados Unidos presentaba perspectivas de crecimiento mayores a las indicadas anteriormente, mientras que en la Eurozona se esperaba que el ritmo de expansión de la actividad económica sea más moderado. Por otra parte, la economía China se había desacelerado más de lo que se tenía previsto, mientras que en el ámbito regional, continuaba el persistente deterioro, principalmente por el frágil desempeño económico de Brasil.

En Estados Unidos, las mejores expectativas de crecimiento contribuían a que el mercado laboral continuara con buen dinamismo, a pesar de una leve moderación en el margen. Respecto de los precios, la inflación se mantenía estable con revisiones de las expectativas a la baja. Bajo este escenario, en setiembre la Fed había mantenido sus tasas de interés, por lo que persistía la incertidumbre asociada al inicio de la normalización monetaria y sus eventuales efectos en los mercados financieros. Sin embargo, se esperaba que dicho ajuste se iniciara a fines de este año.

En la Eurozona, si bien la actividad económica seguía creciendo, lo hacía a un ritmo moderado. Pese a ello, el mercado laboral mostraba un buen desempeño, ya que el desempleo continuaba con una trayectoria descendente. Por su parte, la inflación seguía en niveles bajos, por lo que el ECB mantuvo el perfil de la política monetaria, pero había establecido nuevas medidas no convencionales con respecto al programa de compra de activos.

En China, se destacaba la mayor incertidumbre, ya que, además de la desaceleración económica, se sumaban turbulencias en los mercados financieros, como consecuencia de la devaluación del Yuan por parte del Banco Popular de China, lo que contribuyó a una mayor caída de los precios de las materias primas.

Por su parte, en la región, se resaltaba que la demanda externa se había debilitado aún más, debido a las continuas revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales de Paraguay.

En Brasil, pese al debilitado desempeño de la actividad económica, que llevó a una nueva corrección a la baja en las proyecciones para este año y el siguiente, la inflación continuaba en niveles elevados (9,5% interanual en agosto) por el incremento de precios administrados debido a ajustes fiscales y por la fuerte depreciación del real. Con ello, en su reunión de agosto, el BCB decidió mantener el perfil de su política monetaria, resaltando que para lograr la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% a finales de 2016, la tasa de referencia debía permanecer en 14,25% anual, por un periodo prolongado.

Por su parte, Argentina había registrado una leve mejora de su actividad económica, por una expansión de la inversión y el consumo público y privado. Además, las medidas de inflación se habían desacelerado en el margen.

En el plano doméstico, se señalaba la moderación del ritmo de crecimiento de la actividad del segundo trimestre respecto del primero. Ello, principalmente por una desaceleración del sector construcción y servicios. Referente a los precios, la variación anual del IPC era consistente con el objetivo de mediano plazo. En el tercer trimestre, la inflación había aumentado levemente en relación al segundo cuarto, en gran parte debido al incremento de precios de los servicios y bienes duraderos, estos últimos fuertemente ligados a la variación del dólar, pero contrarrestada por la caída de los precios de algunos alimentos y de los combustibles. Respecto del mercado cambiario, se señalaba que la cotización al alza de las monedas con relación al dólar había sido una tendencia observada en toda la región, por lo que Paraguay también ha sido afectado por dicho comportamiento, aunque la depreciación del guaraní fue relativamente menor respecto de las otras monedas de la región.

Bajo este contexto, en la reunión de setiembre, el CEOMA decidió mantener el perfil de la política

monetaria con la tasa de referencia en 5,75% anual, lo que garantizaba la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

En el escenario base del IPoM de setiembre, la proyección de crecimiento del PIB para el año 2015 era 3,7%, levemente menor al 4% previsto anteriormente. Esta revisión estaba explicada fundamentalmente por el menor dinamismo esperado en la industria, las construcciones y los servicios. Por el lado del gasto, la demanda interna seguiría siendo el principal componente que sustente el crecimiento, considerando la incidencia negativa de las exportaciones netas. Por su parte, dada la coyuntura de ese periodo, y considerando la trayectoria más probable de la inflación, se esperaba que la misma cierre en 3,7% a finales del presente año con una convergencia gradual a la meta de 4,5% en el horizonte de proyección, en ese momento, el tercer trimestre del 2017.

Los escenarios de riesgos señalados eran similares al informe previo. En el ámbito internacional, los precios de las materias primas podrían sufrir mayores caídas si la desaceleración de China fuese más rápida a la esperada. Esto podría afectar los términos de intercambio con presiones al alza del tipo de cambio real. En el contexto regional, el principal factor de riesgo hacía referencia a un mayor deterioro de la economía brasilera, lo que afectaría aún más el comercio fronterizo.

En el ámbito doméstico, la menor depreciación del guaraní frente a las monedas de los socios comerciales había atenuado el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación local. Sin embargo, en la medida que exista una depreciación del tipo de cambio en el mercado local mayor a la de estos países, las presiones a la baja sobre los precios domésticos irían disminuyendo.

Reuniones de octubre, noviembre y diciembre

En la reunión de octubre, se destacaba la incertidumbre asociada a la recuperación de la economía mundial, además del persistente debilitamiento de la actividad económica regional. Se resalta que las diferencias en las expectativas de crecimiento entre los países y bloques continúan siendo importantes. Así, Estados Unidos continuaba con un desempeño económico significativo en el segundo trimestre, al tiempo que la Eurozona seguía con su modesta recuperación. La desaceleración de China

seguía afectando los precios de las materias primas, con una eventual presión sobre el tipo de cambio doméstico. En la región, en la mayoría de los países, persistía la moderación de la actividad económica, sobre todo la contracción de Brasil.

A nivel local, se indicaba que los distintos indicadores de inflación y sus expectativas se encontraban en línea con la meta, pese a la depreciación de la moneda doméstica, que afectaba principalmente a los bienes durables. La caída de precios de algunos componentes volátiles de la canasta contrarrestaban los efectos del tipo de cambio, llevando la variación mensual de precios a una tasa negativa en el mes de setiembre. Por su parte, la inflación núcleo mostraba una leve trayectoria al alza, aunque por debajo del objetivo inflacionario.

En este contexto, el CEOMA decidió que la mantención de la tasa de política monetaria en 5,75% era lo más apropiado, a fin de garantizar que la inflación se ubique en torno al 4,5% anual en el horizonte de proyección.

En noviembre, se reiteraba que el escenario internacional permanecía desigual y complejo. En las economías avanzadas, Estados Unidos seguía mostrando una gradual recuperación, tanto en la actividad económica y, en línea con esto, en el mercado laboral. Este comportamiento aumentaba la posibilidad de un ajuste de su tasa de política monetaria hacia finales de este año. Por el lado de los emergentes se señalaba la continua debilidad de las economías de China y Brasil. Este último, además con niveles elevados de inflación.

En el plano doméstico, la trayectoria decreciente de la inflación total seguía siendo explicada por la caída de precios de algunos rubros alimenticios, a pesar del incremento observado en otras agrupaciones de la canasta. Sin embargo, la inflación núcleo continuaba con su comportamiento al alza, permaneciendo en el rango inferior de la meta. Además, se reiteraba la continuidad del moderado dinamismo de la actividad económica.

Igualmente se destacaba que la evolución de precios y las expectativas de inflación permanecían en línea con la meta y que, por el momento, no se percibían presiones inflacionarias en el mediano plazo. Bajo este escenario, el CEOMA consideró mantener el perfil vigente de la política monetaria con una tasa de 5,75% anual, a fin de

que la inflación converja a la meta de 4,5% en el horizonte de política.

En diciembre, el contexto mundial seguía con dinámica similar. En Estados Unidos, se registraba una mejora en los datos del tercer trimestre con relación a revisiones anteriores, mientras que la Eurozona permanecía con un ritmo de expansión moderado. Por su parte, se reiteraba la persistencia de la desaceleración de China, mientras que en la región, los indicadores de corto plazo dan señal de una recesión más profunda en Brasil, sin embargo, alcanzando niveles de inflación de dos dígitos.

En el escenario doméstico, persistía la moderación de la actividad económica, afectada en gran parte por la debilidad de los principales socios comerciales. Esto ha llevado a que las proyecciones de crecimiento se revisaran a la baja. Respecto de los precios, la inflación total

continuaba mostrando un comportamiento a la baja, afectada por la reducción de precios de algunos rubros volátiles de la canasta, que seguía contrarrestando los incrementos observados en los servicios y en los productos ligados al tipo de cambio. Por su parte, la inflación núcleo seguía mostrando un comportamiento ascendente, manteniéndose aún por debajo del centro del rango meta.

Con este escenario, el CEOMA consideró que mantener la tasa de política monetaria en 5,75% anual es la medida más conveniente, de modo a garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de política. Además, el Comité señaló que seguirá monitoreando con atención potenciales presiones sobre el índice de precios, incluyendo aquellos derivados de los recientes cambios en el valor relativo de la moneda doméstica.

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

La actividad económica mundial continuará con un moderado dinamismo, influenciado especialmente por la marcada debilidad de las economías emergentes. Así, las proyecciones de crecimiento de 3% para el próximo año se ubican una décima por debajo de lo estimado en el IPoM anterior. En las economías desarrolladas, destaca la continua recuperación de Estados Unidos, aunque con una leve revisión a la baja para el 2016. En la Eurozona, la evolución de la actividad económica se mantiene con un ritmo de expansión gradual. En el mundo emergente, persiste la desaceleración de la economía China con menores expectativas de crecimiento. En la región, por su parte, las perspectivas de crecimiento son marcadamente más bajas que las esperadas previamente, debido en mayor medida, por el significativo deterioro de Brasil. Reflejo de ello, son las menores tasas de crecimiento esperadas para los socios comerciales de Paraguay y del Mercosur para los próximos años (Tabla I.1).

En Estados Unidos, la segunda estimación de crecimiento para el tercer trimestre alcanzó 2,1% trimestral anualizado, superior a la primera estimación (1,5%). El crecimiento del trimestre se explica principalmente por un mejor desempeño del gasto de consumo personal, la inversión fija (residencial y no residencial) y los gastos de gobierno, como así también por mayores niveles de exportación. Respecto al mercado laboral, en noviembre la tasa de desempleo continuó disminuyendo, ubicándose en 5,0%, similar a los niveles observados desde abril del 2008. Por su parte, la actividad manufacturera, medida por el PMI (Purchasing Managing Index) se redujo en el margen, registrando un nivel de 48,6. Este comportamiento se explica por una contracción en las nuevas órdenes, en la producción, en los inventarios y en los precios (Gráfico I.1).

La estimación preliminar para la Eurozona verificó una variación trimestral de 0,3% en el tercer cuarto, por debajo de los dos primeros trimestres del año. Este crecimiento se sustenta básicamente en un incremento del consumo de los hogares. Entre los principales miembros, Alemania, España e Italia presentaron un menor crecimiento en comparación al segundo trimestre, mientras que Francia se recupera luego

Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	2014 (e)	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Mundo	2,8	2,6	2,9	3,4
Estados Unidos	2,4	2,5	2,6	2,6
Eurozona	0,9	1,5	1,7	1,7
China	7,3	6,9	6,4	6,1
América Latina	0,9	-0,8	0,4	2,4
Brasil	0,1	-3,0	-1,3	1,8
Argentina	0,5	0,8	0,2	1,6
Socios comerciales	1,5	0,6	1,4	2,4
Socios Mercosur	0,5	-2,3	-0,8	1,9

(e): Estimación.

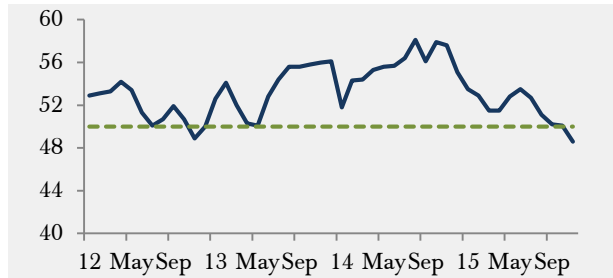
(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

Para el resto de países y regiones el crecimiento resulta de un promedio entre datos de Bloomberg, Consensus Forecast y Perspectivas de Crecimiento Mundial del FMI a octubre de 2015.

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

Índice de difusión



(*) 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. (*)

Índice de difusión

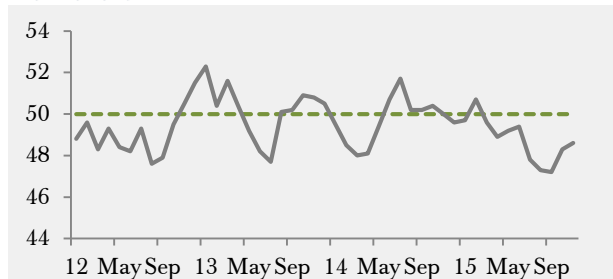


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por Markit Economics.

Fuente: Bloomberg.

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

Índice de difusión



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

Fuente: Bloomberg.

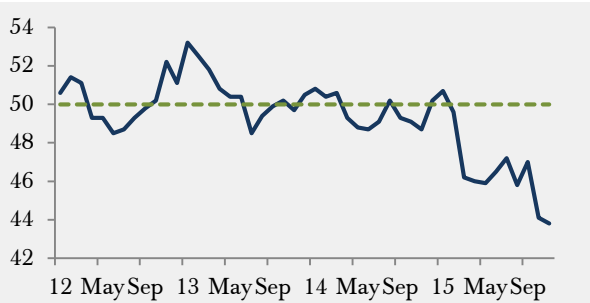
de un crecimiento nulo en el trimestre anterior. No obstante, el ECB espera una recuperación gradual de la actividad, apoyada en una política monetaria más expansiva, menores precios del petróleo, mejoras en el mercado laboral y en las perspectivas de demanda global. Por su parte, la actividad manufacturera se mantiene en expansión, registrando un PMI de 52,8 en noviembre, con un leve incremento en el margen, que se explica en mayor medida, por el crecimiento de la producción y de las nuevas órdenes. En el mercado laboral, aunque todavía a niveles elevados, el desempleo sigue reduciéndose, registrando en octubre una tasa de 10,7%, siendo Alemania (4,5%) el miembro con menor tasa, y Grecia (24,6%) y España (21,6%) los que presentaron las mayores tasas de desempleo.

Las cifras de crecimiento de China se estimaron en 6,9% interanual para el tercer trimestre, con expectativas de desaceleración para adelante, lo que podría seguir incidiendo en la caída de los precios de los commodities. En noviembre, el PMI manufacturero presenta un leve repunte con respecto a octubre, sin embargo todavía se encuentra en zona de deterioro (48,6). La leve mejora de este indicador es resultado de, por un lado, una estabilización en la producción luego de seis meses de contracción, y por otro, por el aumento en las nuevas órdenes de exportación y por una caída en el precio de los insumos. China se encuentra en un proceso de reorientación de su economía, pasando de un modelo basado en inversión y demanda externa hacia uno más enfocado en el consumo y los servicios.

En el plano regional, el persistente deterioro de la actividad económica en Brasil acentúa la recesión, sumado al complejo escenario político que afronta y a la pérdida del grado de inversión por parte de importantes calificadoras de riesgo. En el tercer trimestre se registró una contracción de 1,7%, explica fundamentalmente por una reducción en la actividad agropecuaria, industrial y de servicios. Por su parte, el PMI manufacturero continúa cayendo, ubicándose en noviembre en 43,8, el menor nivel en más de seis años. Este resultado se debe a una contracción en las exportaciones, la producción, las nuevas órdenes y los inventarios. En octubre, la tasa de desempleo volvió a incrementarse, situándose en 7,9%, siendo la tasa más elevada en los últimos ocho años. Así, las proyecciones de crecimiento para los próximos años, verifican sucesivas correcciones a la baja.

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

Índice de difusión

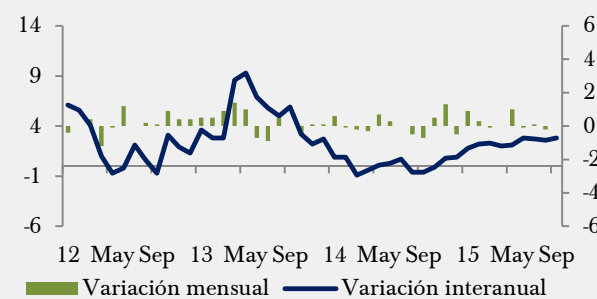


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por HSBC.

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.

En Argentina, la actividad industrial presentó en octubre, una disminución de 2,6% en términos interanuales, explicada principalmente por la caída de la industria automotriz, del tabaco y la industria química, además de la contracción de la industria de refinación del petróleo. Por otra parte, el nuevo gobierno argentino enfrenta importantes desafíos, tanto en el ámbito fiscal, monetario y cambiario. Respecto de esto último, la primera medida ha sido la eliminación de las restricciones cambiarias (cepo) que ha permitido ajustar el tipo de cambio oficial, reduciendo al mínimo la brecha con el informal. El gobierno logró conseguir entre USD 15 y 17 mil millones de ingreso mensual de divisas adicionales para soportar el proceso de transición. Estos recursos provienen en gran parte de la negociación con el banco central de China para cambiar parte de las reservas en yuanes del BCRA a dólares.

Inflación y Política Monetaria

En las economías desarrolladas, las tasas de inflación se mantienen relativamente bajas, contribuyendo fundamentalmente los menores precios de la energía. La variación interanual del índice de precios al consumidor en Estados Unidos se ubicó en 0,5% en noviembre. La inflación que excluye alimentos y energía registró una variación de 2% interanual. En la Eurozona, ambas medidas mostraron incrementos de 0,2% y 0,9%, respectivamente.

En la región, en Brasil se verificó una inflación interanual de 10,5% en el mes de noviembre, muy por encima de la meta establecida por la autoridad monetaria. Asimismo, las expectativas de inflación para el presente y el próximo año continúan incrementándose. En la reunión de noviembre, el BCB mantuvo la tasa Selic en 14,25% anual por tercera vez consecutiva, a fin de asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

En Argentina, según cifras oficiales, los precios al consumidor aumentaron en 14,4% interanual en el mes de octubre, en tanto que las cifras privadas presentan una inflación de 25,01%. Ambos indicadores mantienen una desaceleración con respecto a meses anteriores.

Por otra parte, la fuerte depreciación de las monedas regionales y su consecuente efecto sobre la inflación, han llevado a economías como Chile a incrementar su tasa de

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

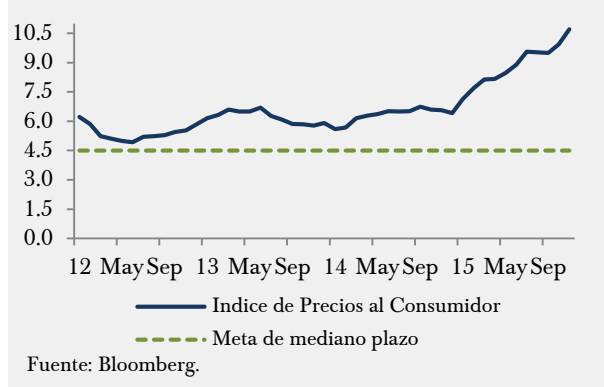


Gráfico I.8
Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas (*)

Porcentaje

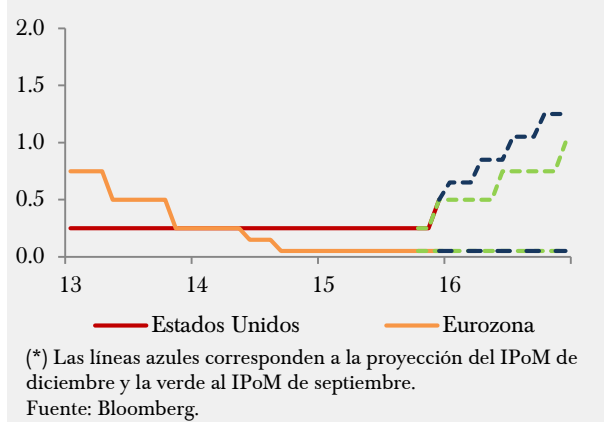
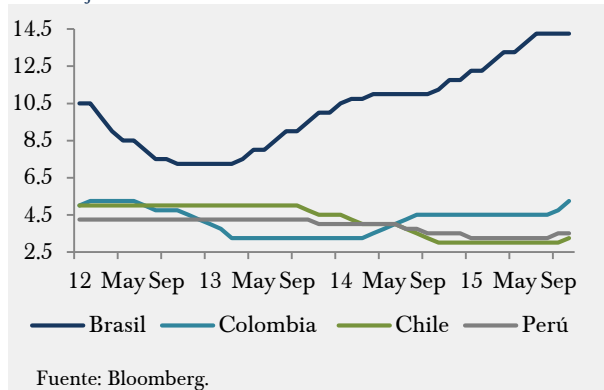


Gráfico I.9
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



política monetaria en 25 pb de 3,0% a 3,25% anual en octubre. Asimismo, Colombia eleva su tasa de referencia a 5,5% anual en noviembre, con un incremento de 100 pb en los últimos tres meses.

Recientemente, la Reserva Federal de Estados Unidos inició el proceso de ajustes de tasa de interés, aumentando el rango objetivo a 0,25% - 0,50%. La Fed señala que confía en que el mercado norteamericano es lo suficientemente fuerte para soportar créditos más caros. En líneas generales, esta decisión ha sido tomada con calma en los mercados financieros internacionales, aunque persiste la incertidumbre respecto de la velocidad de ajuste y al nivel al que llegaría la tasa. Mientras tanto, en la Eurozona, el riesgo de deflación y el lento crecimiento llevan al Banco Central Europeo (ECB) a tomar medidas expansivas para estimular la economía. En este contexto, el ECB redujo las tasas de depósitos de los bancos de -0,2% a -0,3%, y adicionalmente anunció la extensión del programa de compra de activos hasta marzo de 2017.

Materias primas

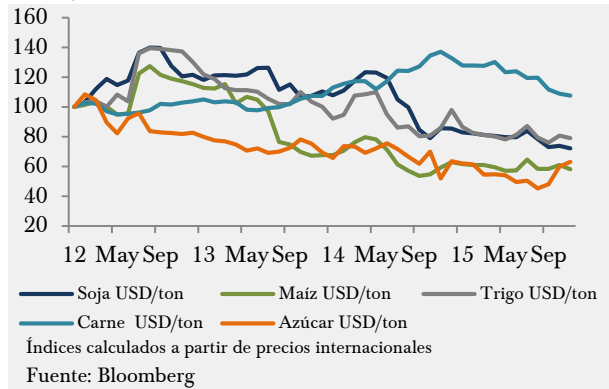
Al mes de noviembre, los precios de los principales *commodities* se encuentran en menores niveles a los registrados hasta el último IPoM, con excepción del azúcar y, en menor medida, el trigo.

Los precios internacionales de la soja al mes de noviembre se redujeron en torno a 1,4% respecto al informe previo, mientras que en términos interanuales la caída se ubica en torno a 16%. Por su parte, el trigo mostró una variación de 3,9% respecto a lo observado en el informe previo, aunque sigue situándose por debajo de lo observado en noviembre de 2014.

Los precios del azúcar alcanzaron su mayor nivel desde enero, incrementándose 31,5% con respecto al IPoM anterior. En términos interanuales, el aumento se situó en 21,4%.

Por otra parte, los precios del maíz se mantuvieron relativamente estables, con niveles levemente por debajo de los observados en setiembre del presente año y noviembre del año anterior.

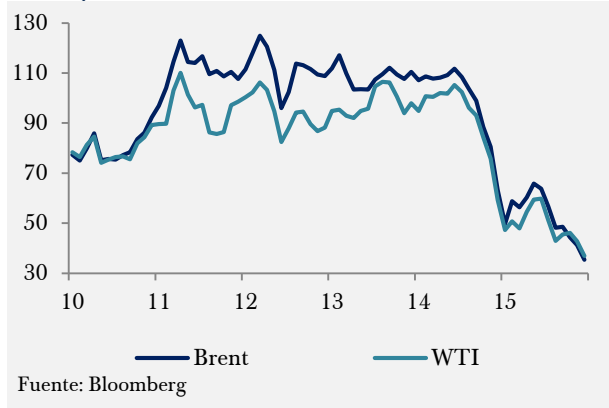
Gráfico I.10
Precios de materias primas
Índices, enero 2012 = 100



En relación a los precios de la carne bovina, los mismos se ubicaron 3,7% por debajo de los registrados en setiembre y 21,6% con relación al mismo mes del 2014.

El precio del petróleo (Brent) se redujo en 27,1% en diciembre con respecto a setiembre. Este comportamiento se explica por los altos niveles de producción mundial en los que Rusia se aproxima a su record de producción, Irán planea incrementar su producción, los inventarios de Estados Unidos se encuentran por encima del promedio de los últimos cinco años (120 millones de barriles diarios). Por su parte, los países de la OPEP tienen problemas para coordinar un recorte de la producción.

Gráfico I.11
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril



Mercados financieros internacionales

La tan esperada decisión de la Fed de elevar las tasas de interés desde sus niveles mantenidos desde junio de 2006 no ha provocado cambios significativos en los mercados financieros internacionales.

Los rendimientos de los bonos del tesoro se mantienen en niveles similares a los observados hasta el informe anterior, 2,2% y 3% para los títulos de 10 y 30 años, respectivamente.

En lo que respecta al dólar americano, se observa que en los últimos meses este sigue ganando terreno frente a las monedas de sus principales socios comerciales, situación que se ha reforzado tras la última decisión de política monetaria de la Fed.

Gráfico I.12
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)

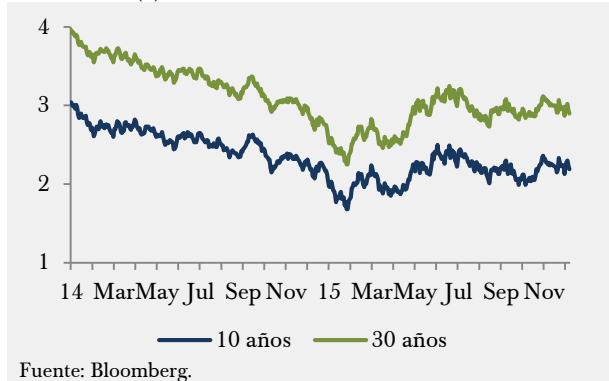


Gráfico I.13
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



(*) Valor del dólar frente al euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

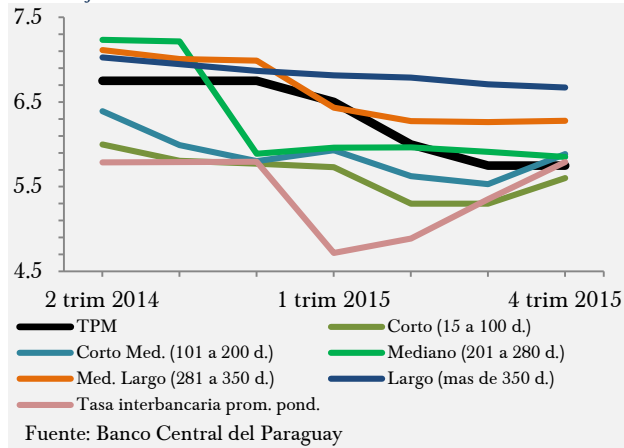
Fuente: Bloomberg.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje



Política Monetaria

Desde el último IPoM, en sus reuniones de octubre, noviembre y diciembre, el CEOMA decidió mantener la TPM constante en 5,75% anual (gráfico II.1).

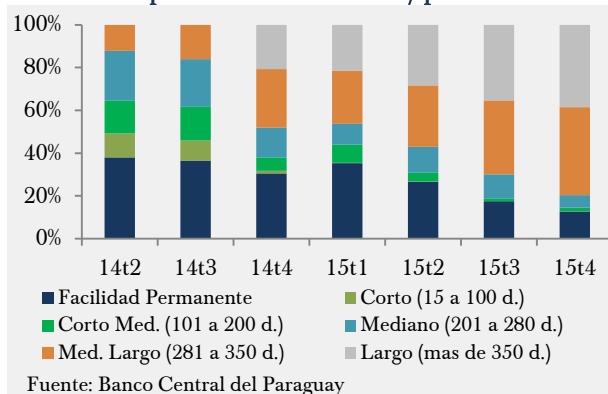
El Comité resaltó que tanto la inflación total y las expectativas seguían siendo consistentes con el objetivo de mediano plazo. Asimismo señaló que el contexto global y regional más complejo se estaba reflejando en los indicadores de actividad económica doméstica.

En este contexto, el CEOMA consideró que el mantenimiento del perfil de la política monetaria era la estrategia más adecuada para garantizar la convergencia de la inflación a la meta del 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

En su última reunión de diciembre, el Comité señaló que si bien la inflación total seguía a la baja, el indicador núcleo continuaba mostrando una trayectoria al alza, si bien se mantenía por debajo de la meta. Finalmente, resaltó que continuará monitoreando con atención potenciales presiones sobre el índice de precios, incluyendo aquellos derivados de los recientes cambios en el valor relativo de la moneda doméstica.

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

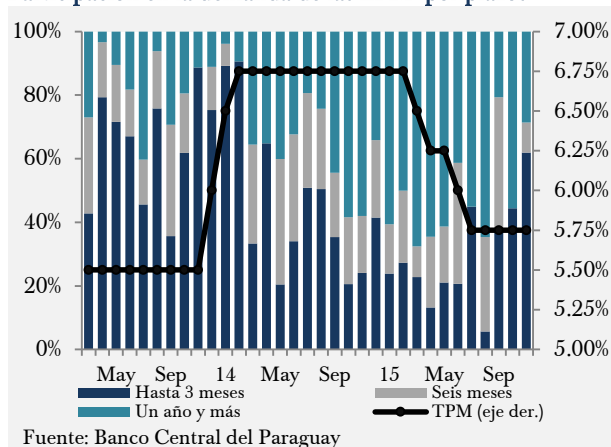


Instrumentos de Regulación Monetaria

En el cuarto trimestre de 2015 se ha registrado una recomposición del perfil de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), incluidas las colocaciones en la facilidad de depósitos, con respecto a lo que se había observado durante el tercer trimestre de 2015. Se destaca un incremento de la participación de las colocaciones mayores a 280 días (mediano largo y largo plazo), en detrimento de las colocaciones en la facilidad de depósito y las de mediano plazo (gráfico II.2).

Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos



Con respecto a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), las entidades financieras mostraron un apetito por títulos de más corto plazo. Particularmente, en noviembre, se observó una mayor demanda de los títulos a

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje

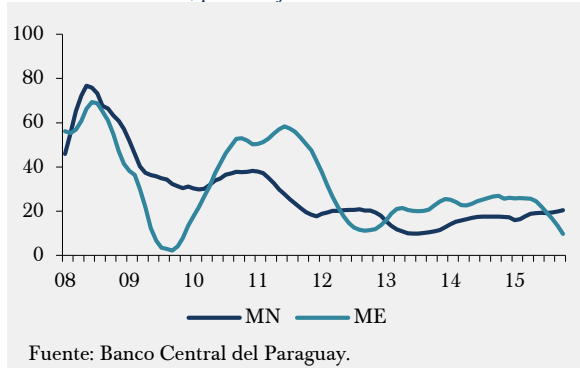


Gráfico II.5
Créditos en MN y ME

Variación mensual, porcentaje

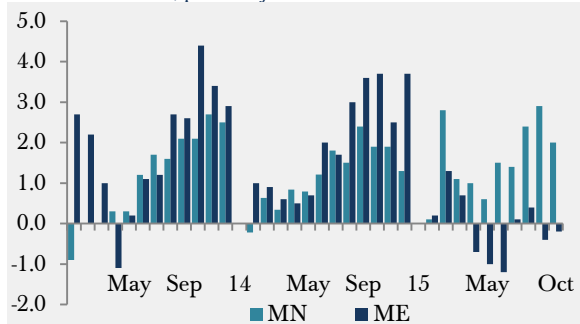
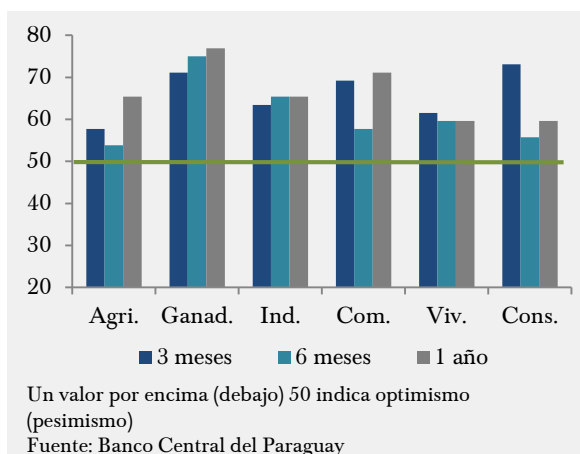


Gráfico II.6
Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



tres meses en detrimento de los de un año y más (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

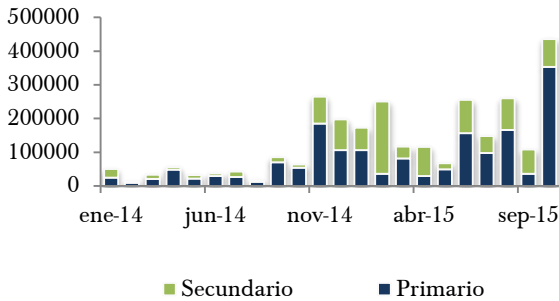
Desde el último informe, los créditos bancarios en moneda nacional (MN) continuaron mostrando una evolución satisfactoria, mientras que los denominados en moneda extranjera (ME) siguieron registrando una desaceleración en su ritmo de expansión. En el mes de octubre los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 20,8%, levemente por encima del 20% observada en el mes de agosto (IPoM se setiembre). Por su parte, el crecimiento de los créditos en moneda extranjera se ubicó en 5,5% anual, muy por debajo del 14,1% registrado en agosto (gráfico II.4).

Esta desaceleración de los créditos en moneda extranjera se explica principalmente por el menor crecimiento de los créditos para la agricultura y para el comercio. Por una parte, los menores precios de commodities implican una menor inversión en el sector agrícola y consecuentemente menores necesidades de financiamiento. Con respecto al comercio, el resultado se explica, en parte, por la caída de las ventas en las ciudades fronterizas, principalmente con el Brasil.

Los créditos concedidos se agrupan en los sectores de comercio, ganadería y familia, representando un 68,5% del total de créditos. Con relación a los créditos en moneda extranjera (ME), la agricultura, la ganadería, el comercio y la industria son los principales destinos, representando aproximadamente el 77,0% del total de créditos otorgados en dicha moneda. Es importante mencionar que los créditos en dólares están respaldados por ingresos en la misma moneda, con lo que se minimizan los riesgos asociados a las variaciones del tipo de cambio.

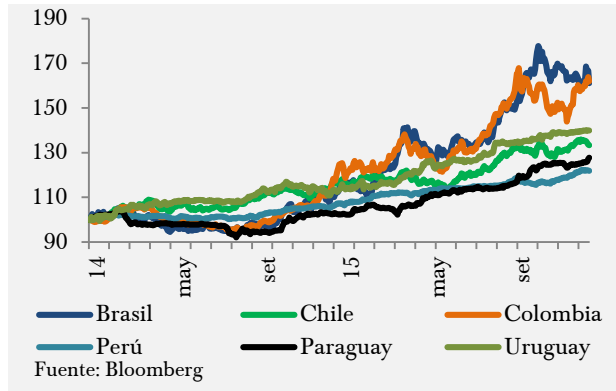
En general, las perspectivas de concesión de créditos siguen siendo favorables. Si bien los intermediarios financieros observaron un menor dinamismo en el desempeño del crédito, el 23% de las entidades encuestadas respondió que la coyuntura actual es óptima para el otorgamiento de crédito, el 45% de los encuestados respondió que el crédito aumentará o permanecerá sin cambios en los próximos meses. Asimismo, los indicadores de difusión de créditos por sectores para 3, 6 y 12 meses, siguen ubicándose en niveles optimistas (gráfico II.6).

Gráfico II.7
Volumen Negociado en la BVPASA
En Millones de Guaraníes



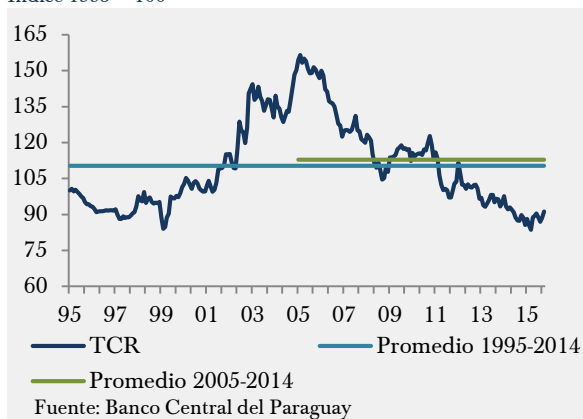
Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA)

Gráfico II.8
Tipo de cambio Nominal respecto al dólar
Índice 18-dic-2013 = 100



Fuente: Bloomberg

Gráfico II.9
Tipo de cambio real multilateral
Índice 1995 = 100



Fuente: Banco Central del Paraguay

Mercado bursátil

El volumen total negociado en la bolsa de valores mostró un crecimiento significativo en el 2015. Al mes de octubre, las transacciones totales se han más que triplicado con respecto a las observadas en el mismo periodo del 2014. Si bien las operaciones del mercado secundario siguen representando una proporción menor con relación al total, las mismas han registrado un significativo incremento en el presente año (gráfico II.7).

Las negociaciones en la bolsa por tipo de instrumentos siguen siendo principalmente sobre títulos de renta fija. Así, en el mes de octubre, los Bonos representaron 81,6% del total negociado, Bonos Subordinados 6,6%, Título de Crédito 0,2%, Bonos Financieros 11,4% y por último Acciones 0,2%.

En el mes de octubre, la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se situó en 7,5% para las operaciones en moneda nacional (excluyendo los bonos de la AFD la tasa es de 11,7%) y 6,7% para aquellas en moneda extranjera (15% y 8% en octubre 2014, respectivamente).

Tipo de cambio

El tipo de cambio local se ha mantenido relativamente estable durante la primera mitad del cuarto trimestre, periodo a partir del cual mostró una leve depreciación, la cual alcanzó el 2,6% a inicios de diciembre en comparación al cierre del tercer trimestre. Por su parte, las otras monedas han presentado un comportamiento más oscilante en el mismo periodo de tiempo. Por un lado, el real brasilero ha mostrado una apreciación importante en torno a 8,0%, tendencia que siguió, en menor medida, el peso chileno (0,4%). Por otra parte, el peso uruguayo, el sol peruano y el peso colombiano han registrado depreciaciones a lo largo del trimestre, iniciando diciembre con tasas del 3,1%, 4,0% y 0,9% respectivamente (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) siguió su ritmo de depreciación en los últimos meses. Entre octubre y agosto se registró una depreciación en torno al 5,0%, comportamiento explicado fundamentalmente por la depreciación nominal del guaraní respecto al dólar estadounidense (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

Sectores	Pond. 2014	2014				2015		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	18,3	0,4	2,6	2,8	3,4	5,9	3,5	5,2
Ganadería, forestal y pesca	6,6	7,1	12,1	9,0	20,7	7,9	-0,7	-0,6
Industria y minería	10,7	9,7	6,5	8,2	13,2	7,7	2,1	2,3
Electricidad y agua	10,8	-2,9	-8,3	-8,5	-7,3	-1,6	-4,7	3,7
Construcción	3,7	9,6	9,8	15,6	19,2	15,5	4,8	1,5
Servicios	43,4	4,5	3,8	7,4	7,7	6,3	3,7	1,0
Impuestos a los productos	6,5	9,0	3,7	4,6	6,8	2,8	2,0	1,7
PIB Total	100,0	3,7	3,0	5,1	6,9	5,6	2,2	2,0
PIB sin Binacionales	90,9	4,7	4,5	7,1	8,7	6,5	3,2	1,8
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	72,6	6,2	5,1	8,0	10,2	6,7	3,2	1,1

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje

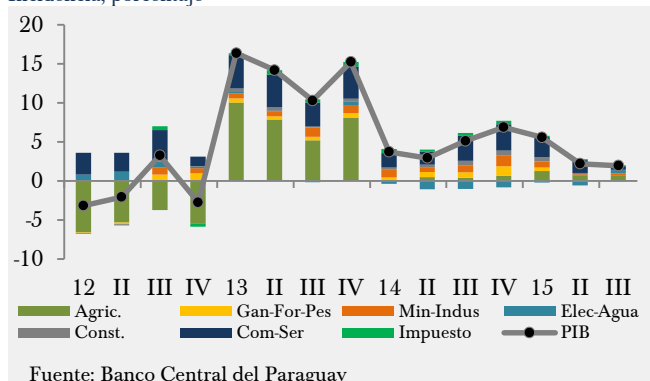


Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2014	2014				2015		
		I	II	III	IV	I	II	III
Demanda Interna	93,7	1,6	2,8	8,7	7,6	4,0	4,3	1,7
Consumo hogares	63,9	0,5	2,0	5,5	6,7	2,4	3,3	1,9
Consumo gobierno	9,3	-3,1	1,8	10,1	7,0	9,0	7,3	4,0
Formación Bruta de Capital	20,5	8,5	6,0	18,3	10,6	7,4	6,6	0,1
Exportaciones	59,4	7,9	1,4	2,1	6,3	2,5	-8,8	-7,9
Importaciones	53,1	4,8	0,9	7,6	7,8	-1,1	-7,5	-9,1
PIB Total	100,0	3,7	3,0	5,1	6,9	5,6	2,2	2,0

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

Las condiciones externas más adversas han continuado reflejándose en la evolución de la actividad económica del tercer trimestre. En este periodo, el PIB creció a una tasa anual de 2,0%, por debajo de las tasas observadas en los trimestres previos. Con este resultado, la tasa acumulada se ubicó en 3,3% anual.

El crecimiento interanual está sustentado principalmente por las contribuciones de la agricultura, la producción de energía eléctrica de las binacionales, por determinadas ramas de la industria manufacturera y de los servicios (Tabla III.1).

La producción agrícola presentó un incremento interanual de 5,2% y una variación acumulada al tercer trimestre de 4,9%. Para el año 2015 se estima un crecimiento superior al del año pasado, principalmente por la mayor producción de maíz.

El sector de ganadería, forestal y pesca verificó una ligera retracción interanual de 0,6%, explicada por el menor volumen de faenamiento de ganado bovino para la exportación, sobre todo lo destinado al mercado ruso.

Por su parte, el sector de electricidad y agua, que incluye la producción de energía eléctrica de las binacionales, presentó una variación interanual de 3,7%, luego de seis trimestres consecutivos de variaciones negativas. Las mayores precipitaciones elevaron el embalse de las hidroeléctricas posibilitando una mayor generación de electricidad.

En la industria se registró un crecimiento interanual de 2,3%, acumulando 4,0% al tercer trimestre. Dentro de la industria de alimentos se destacaron las actividades de elaboración de aceites, lácteos, panaderías y molinerías; mientras que dentro de las otras ramas industriales sobresalieron la producción de metálicos, papel, maquinaria y equipo, madera y químicos.

Por su parte, la producción de azúcar, carne, cueros y calzados, minerales no metálicos y textiles registraron un frágil desempeño en el tercer trimestre. A su vez, la actividad

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

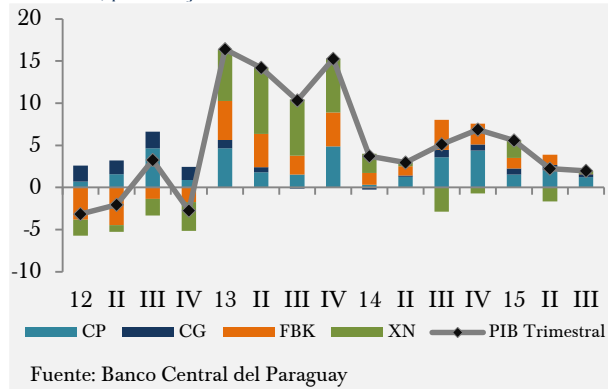


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

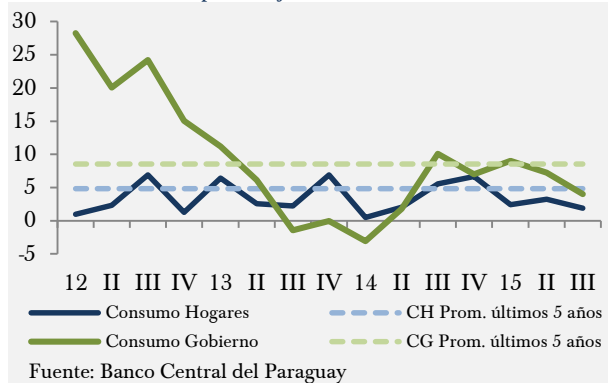
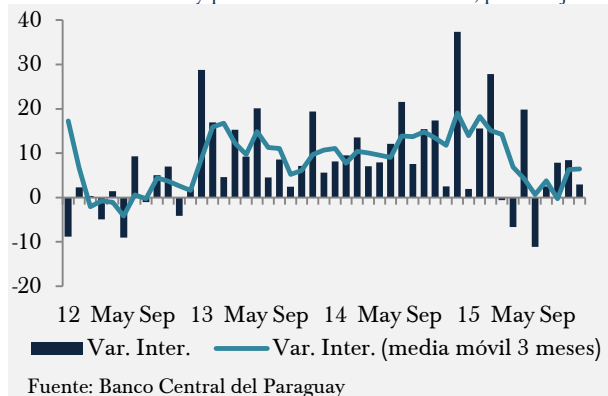


Gráfico III.4
Indicador del sector construcción
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



minera, por su estrecho vínculo con el sector de la construcción, sigue mostrando una trayectoria positiva.

El sector de la construcción registró una variación interanual de 1,5%, alcanzando con esto un crecimiento acumulado de 6,8% al tercer trimestre. El sector privado continuó generando el mayor impulso, con la construcción de edificios corporativos, centros de compras, viviendas y hoteles. Asimismo, el sector público mantuvo un crecimiento sostenido de la inversión física. No obstante, el menor crecimiento respecto al primer semestre se debió principalmente a las mayores precipitaciones ocurridas en el tercer trimestre, principalmente en el mes de julio, lo que dificultó la ejecución normal de las obras. El factor climático siguió siendo un factor importante en el último trimestre.

El sector de los servicios, si bien registró un crecimiento interanual de 1,0% y un acumulado de 3,6%, verificó también una desaceleración (principalmente en la rama comercial), pero continúan con una dinámica favorable las actividades de intermediación financiera, hoteles y restaurantes, servicios a los hogares y gobierno. El comercio sigue siendo afectado, en parte, por la caída en las ventas en las ciudades fronterizas, como resultado de la debilitada actividad económica de los países vecinos y la marcada depreciación de sus monedas, principalmente del Brasil.

Desde la perspectiva del gasto, durante el tercer trimestre del año 2015, la demanda interna continuó expandiéndose pero a un ritmo más moderado, alcanzando un crecimiento interanual de 1,7% y un acumulado de 3,3%. Al desagregar por componentes, se observa un crecimiento interanual de 2,1% en el consumo total (CT) y del 0,1% en la formación bruta de capital (FBK).

Respecto al consumo, se verifican resultados positivos para ambos sub-componentes, resaltando el consumo público con un crecimiento interanual de 4,0% (7,3% en el trimestre previo) mientras que el consumo privado registró un incremento interanual de 1,9%, impulsado por las compras de bienes semi-durables y, en menor medida, de los durables, las cuales presentaron variaciones interanuales de 7,4% y 0,4%, respectivamente. Asimismo, estos resultados fueron acompañados por las compras de bienes no durables, que registraron un incremento de 0,9% interanual.

Gráfico III.5

Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

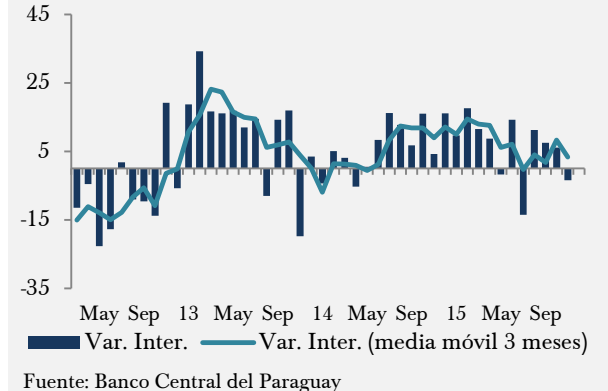


Gráfico III.6

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

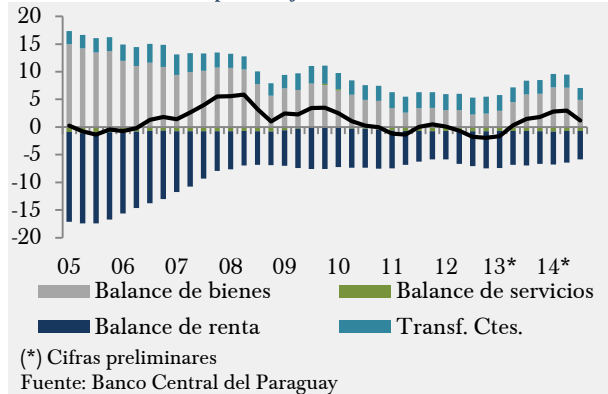


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2014*	2015 *	2016 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	-127,0	-510,2	-466,0
Balanza Comercial	1.026,0	614,2	557,2
Exportaciones	13.105,2	11.105,9	11.121,4
Importaciones	-12.079,2	-10.491,7	-10.564,2
Servicios	-222,3	-248,4	-257,1
Renta	-1.536,9	-1.538,0	-1.461,1
Transferencia Corriente	606,2	662,0	695,1
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	-0,4	-1,8	-1,7%

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

En el mercado laboral, el desempeño positivo también se ha moderado. En el tercer trimestre, el número de empleos generados creció 5,8% interanual y el ingreso promedio (en términos reales) se incrementó 1,0% (6,4% y 2,1% en el segundo trimestre, respectivamente). La mayor generación de empleo se registró en los sectores secundario y terciario, que mostraron crecimientos interanuales de 10,9% y 3,0%, respectivamente. Se siguen registrando incrementos del empleo en el sector de la construcción y en el sector manufacturero.

Por su parte, la formación bruta de capital tuvo un incremento interanual de 0,1% (6,6% en el trimestre anterior), desaceleración explicada fundamentalmente por el menor dinamismo de las construcciones y de las adquisiciones de maquinarias y equipos por parte del sector privado. No obstante, las inversiones del sector público mantienen un crecimiento sostenido por sexto trimestre consecutivo.

Por el lado de la demanda externa, durante el tercer trimestre de 2015, las exportaciones han mostrado una retracción de 7,9% interanual, mientras que las importaciones han registrado una caída interanual de 9,1%.

Conforme a los resultados indicados, la demanda interna ha sido nuevamente el componente de la demanda agregada que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el tercer trimestre, con 1,6 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose el consumo privado y público con 1,2 p.p. y 0,4 p.p., respectivamente, mientras que las exportaciones netas tuvieron una incidencia positiva de 0,3 p.p.

Conforme a los indicadores adelantados de corto plazo, el dinamismo de la inversión, como así también de la actividad agregada, continuó moderándose en el cuarto trimestre del año (gráficos III.4 y III.5). Los desarrollos desfavorables observados en algunos sectores de la economía están siendo atenuados por la recuperación de la producción de energía eléctrica de las binacionales.

Cuenta Corriente

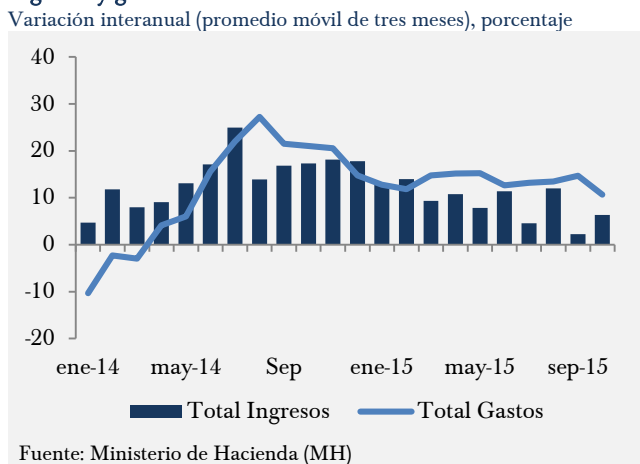
El escenario externo, más complicado al previsto anteriormente, se ha reflejado también en las correcciones a la baja de las cuentas externas.

Tabla III.4
Finanzas públicas – Gobierno Central
En miles de millones de Guaraníes

	Octubre 2014	Octubre 2015	Variación (%)
Ingreso total recaudado	19.909	21.120	6,1%
Ingresos tributarios	14.445	14.991	3,8%
Otros ingresos	5.464	6.129	12,2%
Gasto total obligado	17.693	19.988	13,0%
Remuneración a los empleados	9.272	10.126	9,2%
Uso de bienes y Servicios	1.595	1.876	17,6%
Prestaciones Sociales	2.319	2.703	16,6%
Otros Gastos	4.507	5.283	17,2%
Adquisición Neta de Activos No Financieros	2.094	2.711	29,5%
Balance Operativo	2.216	1.132	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	122	-1.579	
Resultado Primario	575	-757	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.7
Ingresos y gastos de la Administración Central
Variación interanual (promedio móvil de tres meses), porcentaje



Para el año 2015, las estimaciones del saldo de la cuenta corriente fueron revisadas con respecto a las presentadas en el IPoM de setiembre. En este informe se prevé un déficit en cuenta corriente de USD 510,2 millones (1,8% del PIB), superior a los USD 463,1 millones estimados en el informe anterior (1,6% del PIB).

Esta corrección se explica fundamentalmente por una revisión a la baja en las proyecciones para la balanza comercial. Por un lado, se revisaron a la baja las exportaciones de energía eléctrica, como resultado de una menor producción, con respecto a lo anticipado previamente, y un menor valor de venta. También contribuyeron a esta revisión el menor valor y volumen exportado de la carne, a consecuencia de una reducción en los precios con relación a lo previstos anteriormente.

En el caso de las importaciones la revisión a la baja se explica fundamentalmente por reducción del precio (promedio para el año) de los combustibles derivados del petróleo, mayor al estimado previamente. Asimismo, se ajustaron los niveles en las partidas de los servicios, renta y transferencias, con respecto al informe del mes de setiembre.

Por su parte, para el 2016 se prevé un menor nivel de exportaciones como resultado de los menores precios de los principales *commodities* exportados, una leve reducción en los envíos de granos de soja y un menor nivel de reexportaciones. En línea con esto último, se prevé una disminución en los montos de importaciones bajo el régimen de turismo, como así también menores niveles, en valores, en los rubros relacionados al precio del petróleo (combustibles). Con este escenario se estima que la cuenta corriente cierre el año 2016 con un déficit de USD 466 millones, aproximadamente 1,7% del PIB (tabla III.3).

Finanzas públicas³

Los resultados fiscales también han sido afectados por el contexto externo más débil, principalmente a través de los ingresos relacionados al comercio exterior.

Al mes de octubre del 2015, la recaudación total de la Administración Central se ubicó en 21,1 billones de

³ Los datos sobre las finanzas públicas se presentan conforme al Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas del 2001 a partir del IPoM de junio 2015.

Gráfico III. 8
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

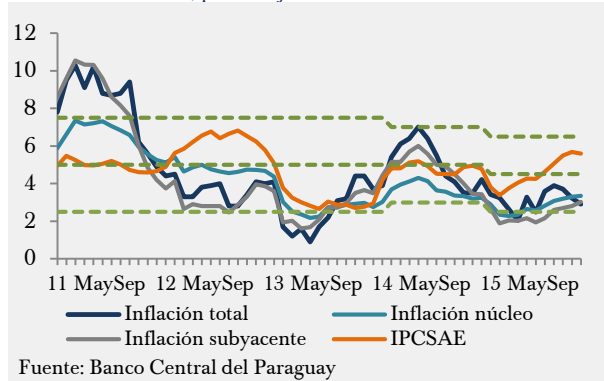


Gráfico III.9
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

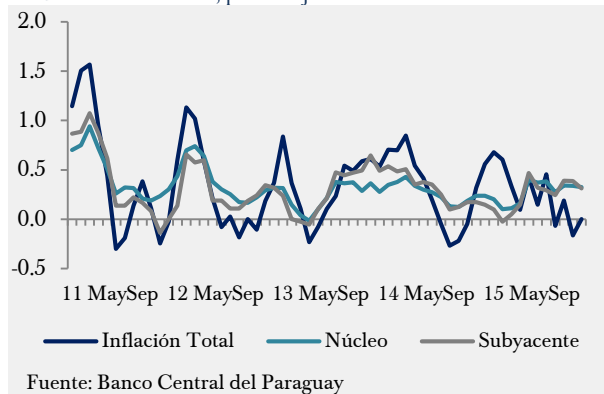
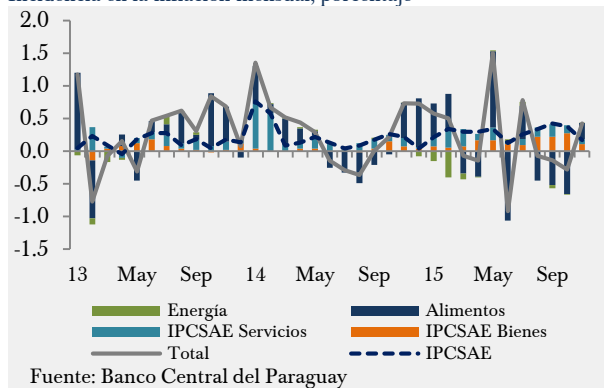


Gráfico III.10
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



guaraníes, que representa un incremento acumulado de 6,1%, menor al 6,7% de julio, señalado en el IPoM anterior.

Los ingresos tributarios han venido desacelerándose en los últimos meses. Luego de registrar un crecimiento acumulado de 10,9% abril, 5,5% en julio, la tasa se situó en 3,8% en el mes de octubre. Esta evolución se explica principalmente por el lado de la recaudación de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA), que en este periodo registró un incremento de 0,5% (caída de 12,7% en dólares), mientras que los ingresos provenientes de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) mostraron un incremento acumulado de 6,7%.

En cuanto al gasto total obligado, se observa un incremento del 13% con respecto al acumulado a octubre de 2014, explicado principalmente por el aumento de la partida remuneración a los empleados y otros gastos (fundamentalmente intereses).

Por su parte, en el mismo periodo la Adquisición Neta de Activos no Financieros se ubicó en 2,7 billones de guaraníes (aproximadamente USD 480 millones), que representa un incremento de 29,5% con respecto al registrado a octubre del 2014.

Dado lo anterior, el resultado fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central se ubicó aproximadamente en 1,6 billones de guaraníes, explicado fundamentalmente por el aumento de las inversiones en activos fijos.

Evolución de los precios

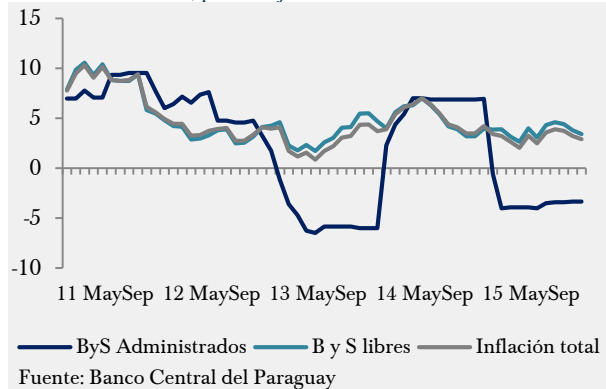
A partir del IPoM de setiembre, la inflación total mostró un comportamiento a la baja, explicado en gran medida por la reducción de precios de algunos productos del rubro de alimentos, que contrarrestaron los incrementos registrados en los precios de los servicios y bienes afectados por la depreciación del tipo de cambio. Entre octubre y noviembre, la inflación interanual promedió 3,1%, por debajo del 3,7% registrado en el tercer trimestre.

Por su parte, las otras medidas de inflación mantuvieron una trayectoria ligeramente al alza. En el mismo periodo, la inflación núcleo, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye

Gráfico III.11

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



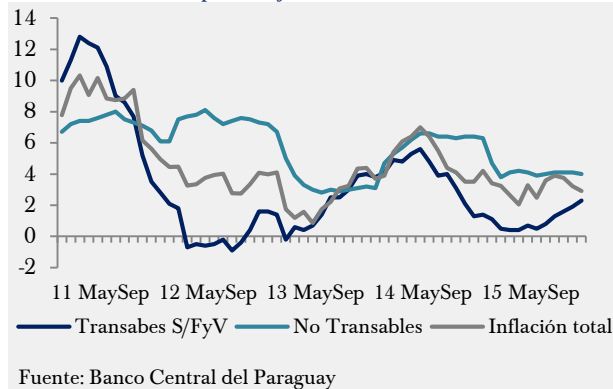
servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,3%, 2,9% y 4,3%, por encima de las registradas en el tercer trimestre (3%, 2,5% y 3,8%, respectivamente) (gráfico III.8).

Asimismo, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual de 5,6% entre octubre y noviembre, por encima del 5,1% observado entre julio y setiembre (gráfico III.8). La evolución del IPCSAE refleja, en parte, el efecto de la suba de precios de los servicios y especialmente de aquellos productos ligados al comportamiento del tipo de cambio.

Gráfico III.12

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



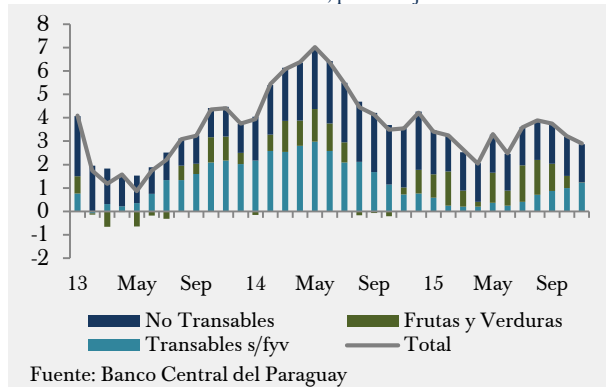
Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió entre octubre y noviembre una tasa de 0,1%, por debajo de la observada entre julio y setiembre (0,2%), y similar a la registrada entre abril y junio (0,1%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre octubre y noviembre, tasas mensuales de 0,33% y 0,31%, respectivamente, en tanto que las registradas entre julio y setiembre de 2015 fueron de 0,34% y 0,39%, respectivamente (gráfico III.9).

En los meses de octubre y noviembre, la inflación total acumulada fue 0,1%. La incidencia del IPCSAE se situó en 0,5 p.p., la que fue contrarrestada por la contribución del rubro de alimentos (-0,4 p.p.). Entre enero y noviembre, el IPCSAE acumuló una variación de 3,2%, en la que las incidencias de los componentes, IPCSAE servicios e IPCSAE bienes, se ubicaron en niveles similares, 1,7 p.p. y 1,6 p.p., respectivamente. Estos incrementos fueron contrarrestados por energía (-0,6 p.p.) y alimentos (-0,5 p.p.) (gráfico III.10)

Gráfico III.13

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Como se ha señalado, la evolución de los precios de consumo durante octubre y noviembre respondió principalmente a disminuciones de precios registradas en los bienes alimenticios de la canasta. Las demás agrupaciones del índice presentaron subas de precios, destacándose principalmente aquellos bienes y servicios relacionados directamente con la evolución de la moneda norteamericana.

Dentro de la agrupación de alimentos se destacaron las importantes reducciones de precios de algunos rubros volátiles de la canasta. Asimismo, los productos panificados, productos lácteos, huevos, menudencia vacuna, carne de

Gráfico III.14
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje

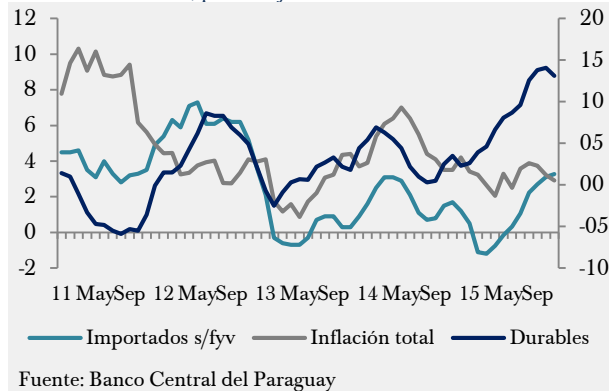


Gráfico III. 15
Petróleo, combustibles y dólar
Variación interanual, porcentaje

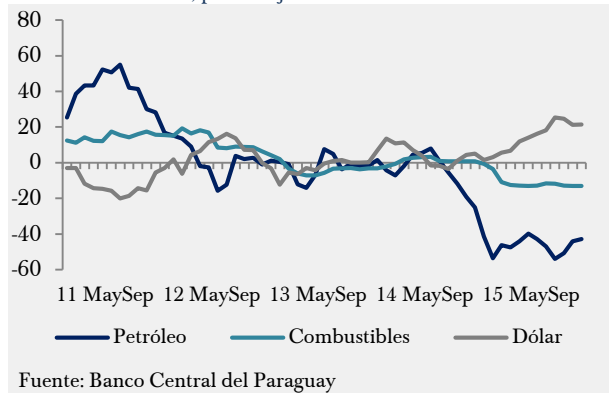
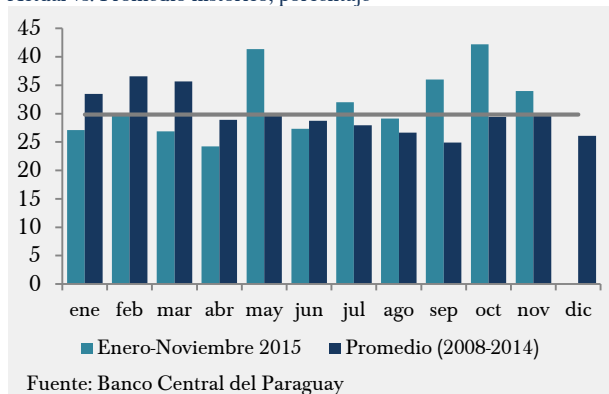


Gráfico III. 16
Difusión de la inflación (>0,375)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



cerdo y pescado registraron disminuciones de precios. Estos resultados fueron atenuados por leves subas de precios de la carne vacuna, menudencia vacuna, embutidos, azúcar, aceites, mantecas, bebidas no alcohólicas, entre otros.

Los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -3,3% en el periodo octubre-noviembre, levemente por encima de la observada entre los meses de julio y setiembre (-3,4%). En tanto que los bienes libres registraron para el mismo periodo una variación interanual promedio de 3,6% (4,4% en el tercer trimestre) (gráfico III.11).

Por otro lado, entre los bienes no transables se destacaron los incrementos de precios observados en alquileres, alojamiento en hoteles, pasaje aéreo, paquetes turísticos, seguro médico, servicio doméstico, gastos de salud, servicio postal, servicios de telefonía móvil e internet (gráfico III.12)(gráfico III.13).

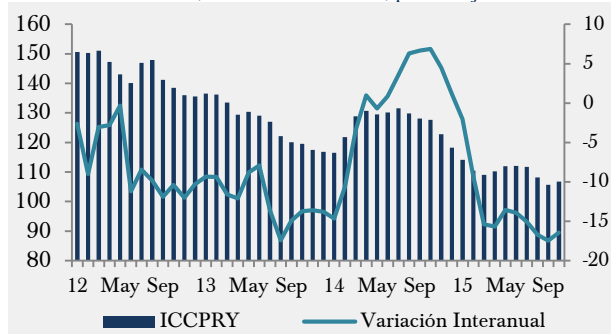
Durante el año la evolución del tipo de cambio ha afectado principalmente la trayectoria de precios de aquellos bienes duraderos de la canasta. No obstante, en el margen se observa una leve desaceleración, en línea con la menor depreciación interanual registrada en los últimos dos meses (gráfico III.14). Por su parte, los precios de los bienes importados continuaron al alza con una moderación en noviembre.

Entre octubre y noviembre los precios de los combustibles derivados del crudo se han mantenido por debajo de los observados en el 2014. Se destacan las disminuciones de precios del gas carburante y del gas licuado de uso doméstico, en línea con la caída del precio internacional del petróleo (gráfico III.15).

Como se ha indicado previamente, a excepción del rubro alimentos, los demás han mostrado incrementos en los meses de octubre y noviembre. Efectivamente esto se ha reflejado en el comportamiento del índice de difusión para variaciones superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual). En este periodo, este índice promedió 34%, por encima del promedio histórico del trimestre (30%) (gráfico III.16).

Con relación a la evolución de los precios internacionales de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, se observa una leve recuperación en el margen.

Gráfico III. 17
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



(*) Calculado a partir de los precios en dólares

Fuente: Banco Central del Paraguay

Esto se refleja en la evolución del Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que al mes de noviembre registró una variación interanual de -15,4%, levemente por encima del -16,4% de agosto, explicada principalmente por el incremento del precio del azúcar y una menor caída (interanual) del precio del petróleo (gráfico III.17).

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

Las perspectivas de crecimiento mundial se moderaron ligeramente respecto del informe anterior. Para el 2016 se redujeron en una décima, mientras que para el 2017 se mantuvieron en 3,4% anual. Con respecto a Estados Unidos, sus previsiones para el próximo año se revisaron a la baja, en tanto que para el 2017 se corrigieron al alza en más de 1 punto porcentual. Por su parte, la Eurozona mantiene la misma proyección para el 2016 y una leve mejora para el 2017. Entre las economías emergentes, las estimaciones de crecimiento de China se ajustaron a la baja tanto para el próximo año como para el 2017 (tabla IV.1).

En la región, la principal economía (Brasil) continúa deteriorándose, lo que ha llevado nuevamente a los analistas a corregir a la baja la previsión de crecimiento para el 2015, de -2,2% a -3% anual. Asimismo, para el 2016 se prevé una mayor caída a la estimada previamente, mientras que para el 2017 el crecimiento esperado se ha incrementado. En línea con lo anterior, las estimaciones de crecimiento del PIB de los socios comerciales y de los socios del Mercosur también fueron ajustadas a la baja. Con estas previsiones, el escenario base considera una demanda externa más débil de la prevista en el IPoM de setiembre.

Con relación a los precios, Estados Unidos cerraría el 2015 con una inflación de 0,2%, mientras que para el 2016 se prevé una tasa de 1,7% (0,3% y 2% en el IPoM de setiembre). Por su parte, en la Eurozona la inflación en este año se ubicaría en 0,1% y 1% para el próximo año (0,1% y 1,2% en setiembre).

Por otra parte, en los países vecinos se mantienen las elevadas perspectivas de inflación. En el 2015, para Brasil se prevé una tasa por encima de los dos dígitos (10,4%) y para el 2016 una inflación de 6,6%, nuevamente por encima de las estimaciones anteriores (9,3% y 5,8%). Respecto de Argentina, las proyecciones para el 2015 se mantienen en torno a 27%.

Recientemente la Reserva Federal ha iniciado el proceso gradual de ajuste de las condiciones monetarias. Consistente con ello, las proyecciones de las tasas de los

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	2014 (e)	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Mundo	2,8	2,6	2,9	3,4
Estados Unidos	2,4	2,5	2,6	2,6
Eurozona	0,9	1,5	1,7	1,7
China	7,3	6,9	6,4	6,1
Brasil	0,1	-3,0	-1,3	1,8
Argentina	0,5	0,8	0,2	1,6
Socios comerciales	1,5	0,6	1,4	2,4
Socios Mercosur	0,5	-2,3	-0,8	1,9

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

Para el resto de países y regiones el crecimiento resulta de un promedio entre datos de Bloomberg, Consensus Forecast y Perspectivas de Crecimiento Mundial del FMI a octubre de 2015.

Tabla IV.2
Crecimiento sectorial del PIB
Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	3,6	1,1	0,3
Agricultura	5,0	1,1	0,2
Ganadería	-1,8	1,0	0,1
Otros Primarios	6,6	0,8	0,0
Sector Secundario	2,1	3,3	0,8
Manufactura	2,0	3,5	0,4
Construcción	6,0	7,5	0,3
Electricidad y Agua	0,8	1,6	0,2
Sector Terciario	3,1	4,3	1,9
Gobierno General	6,0	3,6	0,3
Comercio	0,1	2,5	0,4
Comunicaciones	1,0	6,0	0,2
Otros Servicios ⁴	5,0	5,8	0,9
Impuestos	3,8	4,7	0,3
PIB a precios de mercado	3,0	3,2	3,2
PIB no agrícola a precios de mercado	2,6	3,7	
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,9	4,1	

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección, (i) Incidencia

Tabla IV.3
Crecimiento económico y cuenta corriente
Variación anual, porcentaje

	2014	2015	2016*
PIB	4,7	3,0	3,2
Demanda Interna	5,3	2,9	3,4
Formación bruta de capital	11,0	1,6	5,2
Formación bruta de capital fijo	8,8	6,3	5,0
Consumo total	3,8	3,2	2,9
Consumo privado	3,7	2,8	2,9
Consumo público	4,2	6,0	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	-2,0	1,7
Importaciones de bienes y servicios	5,3	-2,9	1,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,4	-1,8	-1,7
FBKF (% del PIB nominal)	15,9	16,7	17,3
FBKF (% del PIB real)	18,8	19,4	19,7

Fuente: Banco Central del Paraguay

bonos del tesoro de USA también irían aumentando paulatinamente. A finales del 2015 se ubicarían en 0,2%, a partir del cual aumentarían hasta alcanzar 1,1% en el cuarto trimestre del 2016 y 1,6% hacia mediados del 2017.

En el plano local, la estimación de crecimiento para el 2015 se ubica en 3% anual, inferior a la prevista en el IPoM de setiembre (3,7%) (tabla IV.2).

Por el lado de la oferta, en el sector primario resalta la caída del sector ganadero (-1,8% anual) luego de que acumulara una variación de 2,0% al tercer trimestre. La evolución de este sector fue influenciado por el magro desempeño económico de Rusia y Brasil. En línea con ello, la producción cárnica también registró una significativa reducción, afectando la rama industrial. Asimismo, se espera un menor dinamismo en algunas actividades del sector terciario (comercio, servicios gubernamentales, entre otros).

Por el lado del gasto, la demanda interna cerraría el 2015 con un crecimiento de 2,9% anual (4,3% en setiembre). Dicho ajuste se explica fundamentalmente por una desaceleración del consumo (privado y público) y de la inversión, principalmente en bienes de capital. Por su parte, las construcciones, tanto públicas como privadas fueron afectadas por las condiciones climáticas adversas.

Para el 2016 se prevé una variación anual del PIB de 3,2%, explicada en mayor medida por el sector servicios (terciario) y secundario. Por un lado, el comercio, los servicios gubernamentales y las comunicaciones tendrán una incidencia importante. Asimismo, la industria manufacturera y las construcciones seguirán con un buen dinamismo. A su vez, el sector primario contribuirá positivamente al crecimiento, aunque a una tasa menor a los otros sectores.

La demanda interna continuará siendo el principal factor de crecimiento por el lado del gasto. El consumo privado y las inversiones serán los componentes de mayor incidencia. Si bien la demanda externa neta tendrá una baja incidencia, se espera una recuperación de las importaciones y de las exportaciones.

⁴ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Tabla IV.5
Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio(*)	2,9	4,4	4,5	
Inflación IPC diciembre (**)	2,6	4,2	4,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,0	4,4	4,4	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,1	4,2	4,5	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,5

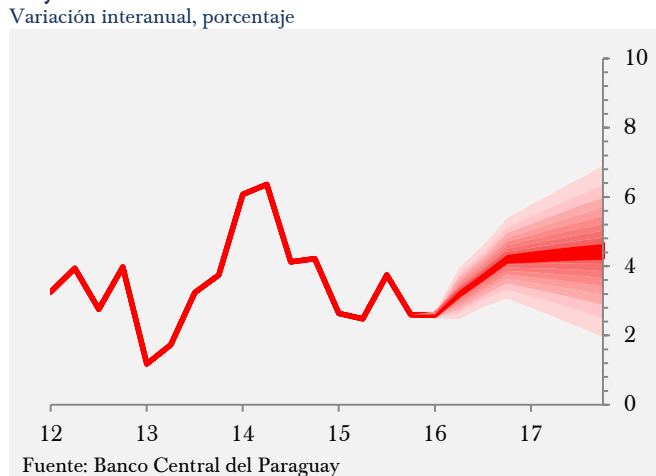
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

(**) Corresponde a la inflación de fin de periodo.

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2017.

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



En el escenario base, a fines de este año la inflación total estaría en torno al 2,6% anual. Consistente con la evolución esperada de las variables macroeconómicas relevantes, la inflación seguiría dentro del rango de tolerancia ubicándose en 4,2% a finales del 2016 y convergiendo gradualmente a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de política monetaria, en este informe, el cuarto trimestre de 2017 (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

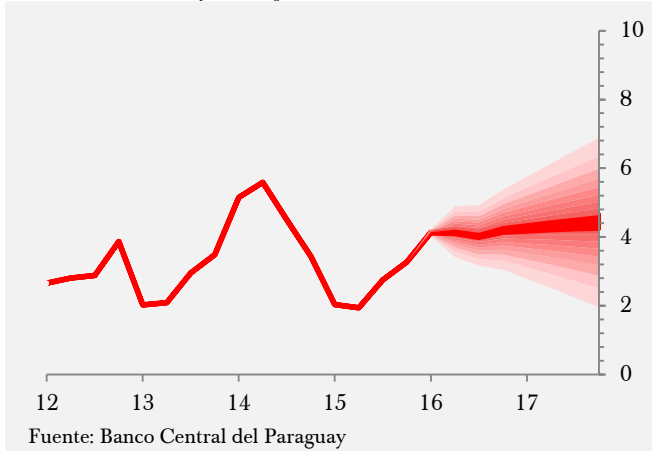
El escenario base refleja los factores y eventos que cuentan con una probabilidad de ocurrencia más elevada. Sin embargo, existen riesgos que podrían desviar la inflación doméstica de la trayectoria esperada, dada alguna modificación en el contexto macroeconómico.

En el plano internacional, el inicio del esperado proceso de ajuste de tasa de la Reserva Federal no ha generado cambios relevantes en los mercados financieros. No obstante, las diferencias existentes entre las expectativas de mercado y las declaraciones oficiales con respecto a la velocidad de ajuste y el nivel que alcanzaría la tasa son factores de riesgo que podrían eventualmente generar volatilidades de corto plazo, pudiendo tener implicancias en las expectativas sobre el comportamiento del tipo de cambio a nivel local.

Otro factor que podría afectar las expectativas sobre el valor del dólar en los mercados internacionales, y en consecuencia en el mercado doméstico, es la discrepancia en el perfil de política monetaria que están adoptando los bancos centrales de las principales economías avanzadas, específicamente la Reserva Federal y el Banco Central Europeo.

Con respecto a la economía de China, una desaceleración mayor a la anticipada sigue representando un riesgo a la baja sobre los precios de los *commodities*, y en particular, sobre aquellos más relevantes en las exportaciones de Paraguay. Si bien el proceso de rebalanceo del crecimiento de China desde inversión hacia consumo tendría un impacto negativo mayor sobre los precios de los metales, en la medida que este proceso sea más lento a lo previsto, ejercería presiones adicionales a la baja sobre los precios de los alimentos.

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



En la región, el deterioro de la economía brasileña ha venido afectando la actividad económica doméstica, principalmente por el canal comercial en las zonas fronterizas. La evolución de los indicadores de actividad de Brasil no da señales de recuperación en el corto plazo, por lo que los efectos sobre el comercio fronterizo podrían seguir observándose.

En lo interno, una mayor depreciación de la moneda local, además de seguir afectando los precios de los bienes finales (e insumos) importados, podría eventualmente influir en las expectativas de inflación y en consecuencia verificarse ajustes en los precios de los productos de origen nacional. No obstante, los menores precios de los combustibles derivados del petróleo y la inflación externa relevante para Paraguay atenuarían las presiones sobre los precios domésticos.

Evaluada los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. En ese sentido, el Comité seguirá atento a la evolución de las variables macroeconómicas más relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria que permitan la convergencia de la inflación a 4,5% anual en el horizonte de proyección.

Recuadro I: Impacto de las condiciones externas sobre la economía paraguaya

Introducción

Las economías de América Latina han experimentado un periodo de condiciones externas muy favorables, principalmente a partir de la segunda mitad de la década pasada, lo que permitió a algunas de ellas fortalecer sus marcos de política y atravesar de manera ordenada la crisis financiera mundial. Sin embargo, recientemente los “vientos” han cambiado y estas economías se enfrentan a un escenario externo mucho más complejo.

En el caso de Paraguay pueden destacarse principalmente tres choques externos. El primero se relaciona con la caída de precio de uno de sus principales productos de exportación. El segundo se refiere a los efectos de la crisis económica que atraviesa la economía brasileña y el último hace referencia al aumento del riesgo soberano.

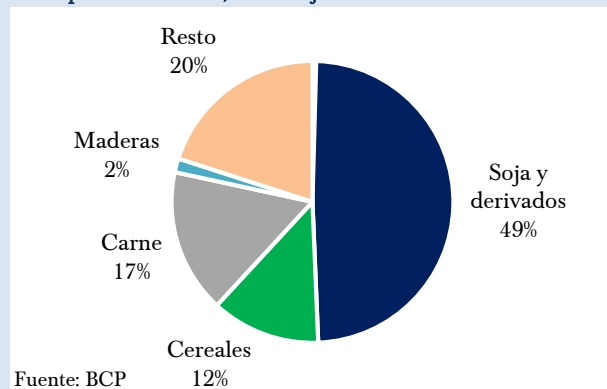
El objetivo de este recuadro es describir y cuantificar la importancia de estos factores sobre el crecimiento del PIB de Paraguay.

Precio de la soja

La soja representa uno de los principales productos de exportación de Paraguay. En los últimos cinco años, la semilla de soja y sus derivados (aceite y harina) representaron cerca de la mitad del total exportado, excluyendo la exportación de electricidad (gráfico I). En el año 2014, el ingreso de divisas en concepto de estos rubros se situó en torno a los USD 3.894 millones.

Gráfico I

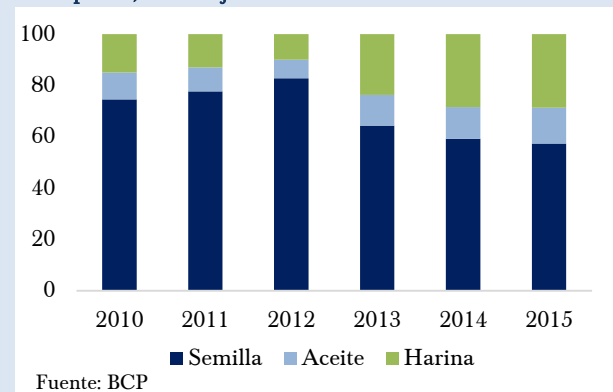
Exportaciones registradas (sin electricidad)
Participación 2010-2014, Porcentaje



Un punto a señalar es la recomposición que se ha venido observando respecto a las exportaciones de estos productos. En los últimos tres años el proceso de industrialización de la semilla de soja ha avanzado significativamente, principalmente en lo referente a la elaboración de harina de soja. Dentro del total exportado de soja y derivados, la harina registró una participación promedio de 27% entre el 2013 y 2015, muy superior a la verificada en el periodo 2010-2012, de aproximadamente 13%. En el mismo periodo, la participación de aceite también se ha incrementado, de un promedio de 9% a un nivel cercano al 13% (gráfico II).

Gráfico II

Exportaciones de soja y derivados
Participación, Porcentaje



En Paraguay la producción y, en consecuencia, la exportación de soja comenzó a tener un crecimiento importante a partir de la segunda mitad de la década de los 2000. Entre 1995 y 2006, la variación anual promedio de las exportaciones de soja y derivados se situó en torno al 10%, mientras que en el periodo 2007-2014, la tasa se ubicó cercana al 32%.

Con respecto a los precios, en el primer periodo señalado la semilla de soja mantuvo un nivel promedio de USD 222 por tonelada. A partir del 2007, se inició una escalada de precios alcanzando niveles por encima de los USD 500 por tonelada en los años 2012 y 2013. Sin embargo, desde mediados del 2014 comenzó una reducción importante, ubicándose en octubre de 2015 cerca de los USD 328 por tonelada, lo que representó

una caída cercana al 40% con respecto a los picos observados en el 2014 (gráfico III).

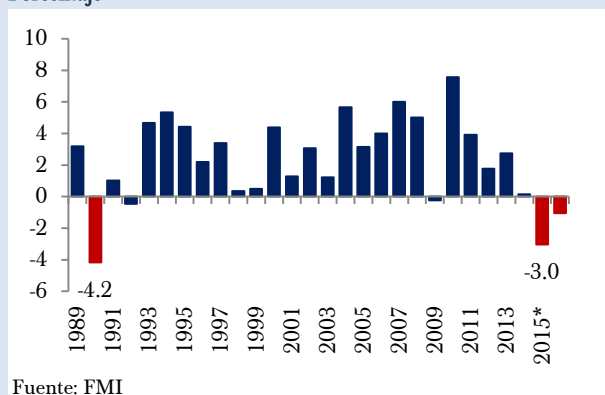
Gráfico III
Precio de soja
Dólares por tonelada



Actividad económica de Brasil

El deterioro de la actividad económica de Brasil es cada vez más notorio, tanto por sus efectos sobre variables sociales como el desempleo, como así también por las implicancias de orden político. Según estimaciones, el crecimiento del 2015 se situaría en torno a -3%, que representa la mayor caída en los últimos 25 años (gráfico IV).

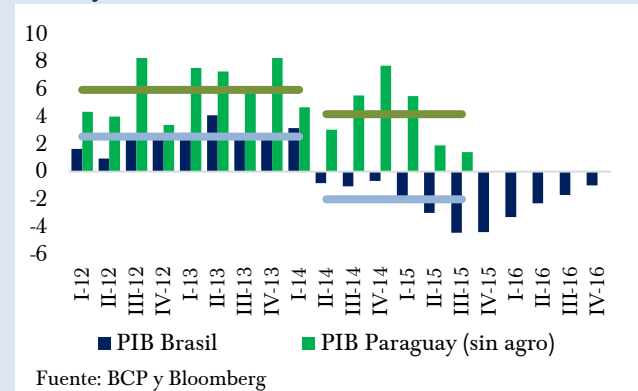
Gráfico IV
Crecimiento de Brasil
Porcentaje



Brasil es uno de los principales socios comerciales de Paraguay, y como tal, su desempeño económico tiene importancia para el análisis de la evolución de la actividad doméstica. Como se había señalado en el IPoM de junio 2015 (Recuadro I), el canal de contagio más relevante es el comercial, principalmente por sus efectos sobre el comercio en las zonas fronterizas.

Las sucesivas caídas en el crecimiento de Brasil se habían iniciado en la primera mitad del 2014. Entre el segundo trimestre del 2014 y el tercer trimestre del 2015, el crecimiento interanual promedio se situó en -1%, mientras que en el caso de Paraguay el crecimiento del PIB (sin agricultura) en ese periodo se ubicó en 4,2%, con una moderación más pronunciada recién a partir del segundo trimestre del 2015. Estos números contrastan con el periodo previo (I-2012 – I-2014), en el que la economía paraguaya creció a una tasa interanual promedio de 5,9% y la economía brasileña a una tasa de 2,5% (gráfico V).

Gráfico V
Crecimiento de Brasil y Paraguay
Porcentaje



Normalización de la Política Monetaria de Estados Unidos

Después de una lenta recuperación a comienzos de año, la economía de Estados Unidos mostró un importante repunte a partir del segundo trimestre, impulsado principalmente por el consumo privado. En línea con ello, el mercado laboral también ha venido mostrando resultados satisfactorios. Si bien en el tercer trimestre la economía norteamericana registró una menor tasa de crecimiento respecto al segundo, las perspectivas económicas siguen siendo favorables.

Este mejor escenario de la economía de Estados Unidos llevó a la Reserva Federal a realizar el primer incremento de su tasa referencial en su reunión de diciembre. El mercado considera que este ha sido el primer paso de un proceso gradual de suba de la tasa (gráfico VI).

Ante esta situación, es apropiado analizar las posibles consecuencias de la normalización de la política

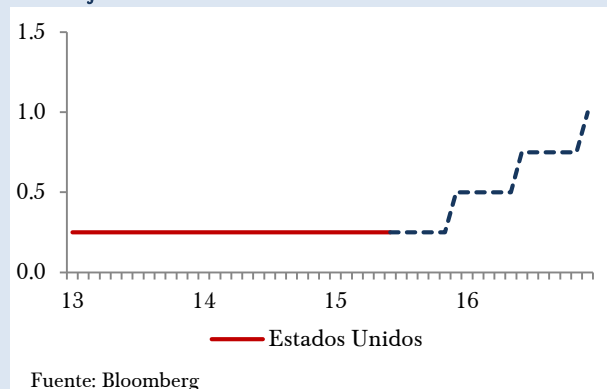
monetaria de Estados Unidos sobre el resto de los países, incluyendo a la economía Paraguaya.

En primer lugar se podría esperar mayores presiones sobre el tipo de cambio, producto de un menor flujo neto de capitales hacia las economías emergentes. Por otro lado, el impacto sobre las tasas de interés internas dependerá en gran medida del grado de integración a los mercados financieros.

De acuerdo a un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁵ el impacto de la decisión adoptada por la Reserva Federal será diferente dependiendo de si responde a una mejora de las condiciones económicas o si es reflejo de condiciones monetarias más restrictivas. La razón de esto se explica por el hecho de que las decisiones tomadas a partir de mejores perspectivas económicas pueden ser más fáciles de prever y podrían ser incorporadas en los precios de los activos antes que la decisión haya sido tomada, por lo que el impacto será menor. En cambio, un aumento imprevisto de las tasas tienden a tener un ajuste más fuerte en los precios de los activos.

De esta forma, dado que esta suba de la tasa política monetaria en Estados Unidos refleja una mejora de las perspectivas económicas de ese país, dicha decisión ya ha sido incorporada en gran proporción por el mercado. Efectivamente no se observaron cambios importantes en los mercados financieros tras la suba de la tasa Fed.

Gráfico VI
Tasa de Política Monetaria de EEUU
Porcentaje



A partir de lo mencionado precedentemente, este proceso de suba de tasa de interés de la Fed podrá

afectar a la economía paraguaya por medio de los dos canales mencionados. En primer lugar, el aumento de los rendimientos de los bonos norteamericanos, implicaría también un aumento de las tasas de interés de emisiones futuras de los países emergentes, entre ellos Paraguay. Además, las mejores perspectivas de la economía estadounidense pueden resultar en un aumento en la percepción del riesgo de los títulos de mercados emergentes relativo a los del Tesoro de Estados Unidos, fenómeno que ya ha comenzado a observarse recientemente (gráfico VII).

Gráfico VII
EMBI Global Paraguay
Índice



Por otro lado, la fuga de capitales de los países emergentes hacia Estados Unidos podría debilitar las monedas de la región, aunque como se ha mencionado, gran parte de estos efectos ya se han reflejado en la evolución reciente de las paridades cambiarias. En el caso de Paraguay, el efecto sobre el tipo de cambio podría venir más bien por el lado de las expectativas de los agentes económicos.

Medición del impacto esperado

El enfoque empírico utilizado para determinar la importancia relativa de los shocks externos como fuentes de fluctuaciones del ciclo económico en Paraguay, y para identificar las respuestas dinámicas de la producción doméstica a esos shocks externos es el de un modelo VAR con restricciones de bloques de exogeneidad. Este tipo de modelo es conocido en la literatura como “Near-VAR”.

⁵ Perspectivas económicas. Las Américas. Octubre 2015. Cap.3 “Subir o no Subir la tasa: ¿Puede elegir América latina?”

Una característica clave del modelo estimado es que las variables externas son supuestas como totalmente exógenas a la economía paraguaya.

El vector de variables del modelo Near-VAR se subdivide en tres bloques:

- 1-El bloque global con tres variables internacionales: PIB mundial, tasa de interés internacional real⁶ y el precio de la soja.
- 2-El bloque regional con una variable: PIB de la economía brasilera.
- 3-El bloque doméstico con una variable: PIB de la economía paraguaya.

Como Paraguay es una economía pequeña y abierta en la región y en el mundo, parece apropiado suponer que el bloque de variables regionales y globales considera al PIB paraguayo (variable doméstica) enteramente exógena.

El modelo es estimado con datos trimestrales que abarcan el periodo que va desde el primer trimestre de 1995 al cuarto trimestre de 2014. Todas las variables son expresadas en logaritmo, con excepción de la tasa de interés internacional real, y el modelo es estimado en primeras diferencias. Debido a que el periodo muestral es relativamente corto, se considera un rezago.

El análisis de impulso-respuesta permite describir de qué manera el crecimiento del PIB paraguayo tiende a reaccionar a shocks en el crecimiento mundial, en la tasa de interés internacional real, en la variación del precio de la soja o en el crecimiento del PIB de Brasil.

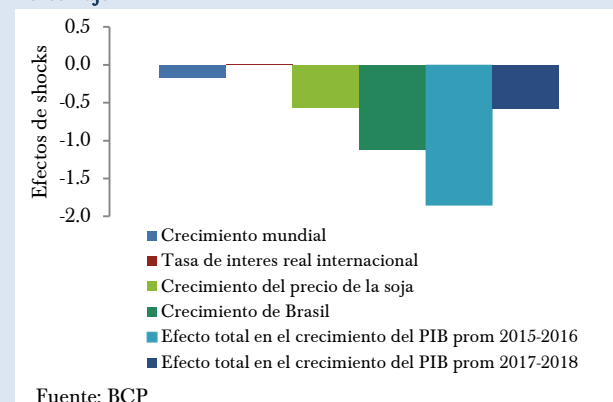
Los resultados del modelo señalan que efectivamente las condiciones externas más favorables en el periodo 2004-2014 han incidido de manera importante sobre la dinámica del crecimiento de ese periodo, aproximadamente en 2,34%.

Por su parte, considerando las proyecciones de las variables del modelo, se estimó el probable impacto para los siguientes años. Para el periodo 2015-2016, el efecto de las condiciones externas influiría en apenas 0,49%, periodo en el cual se estarían dando los

principales choques, como la caída del precio de la soja y del crecimiento de Brasil.

Sin embargo, para el periodo 2017-2018, las proyecciones del precio de la soja son relativamente estables, mientras que el crecimiento de Brasil se recuperaría gradualmente. Asimismo, el crecimiento de la economía mundial se prevé sea mayor en ese periodo. Con estas previsiones, el impacto esperado del escenario externo aumentaría a 1,77%, aunque mayor al efecto esperado para 2015-2016, sigue ubicándose por debajo de lo observado en el periodo 2004-2014 (gráfico VII).

Gráfico VII
Impacto de las condiciones externas en el PIB
Porcentaje



Comentarios finales

Las economías emergentes, entre ellas Paraguay, se enfrentan a un entorno internacional más complicado. La caída del precio de la soja, la retracción económica de Brasil y condiciones financieras más restrictivas son algunos de los factores más relevantes para la economía paraguaya.

El ejercicio econométrico muestra que, en el periodo 2004-2014, el entorno externo favorable ha contribuido en más de dos puntos porcentuales al crecimiento económico.

Para el periodo 2015-2016, el escenario externo contribuiría en 0,49%, principalmente como resultado de la significativa caída del precio de la soja y del crecimiento de Brasil. Sin embargo, dadas las perspectivas de las variables consideradas para el 2017-

⁶ Se utiliza la tasa de interés nominal de los Títulos de deuda de USA (T-bills) de tres meses deflactada por la inflación de USA.



2018, el aporte esperado de las condiciones externas se sitúa en 1,77%.

En resumen, los principales efectos de las condiciones externas menos favorables se reflejarían en el corto plazo (2015-2016), mientras que para el mediano plazo la situación podría mejorar, dada la recuperación de la economía brasileña y los precios de commodities en niveles estables. No obstante, el desempeño esperado entre 2017-2018 se encontraría todavía por debajo de lo observado en el periodo 2004-2014.

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.

IPCSAE: IPC que excluye los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 59,7% de la canasta total.

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.

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 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 de los socios comerciales de Paraguay.

Informe de Política Monetaria
Diciembre 2015



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay