



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre  
2016

BCP © Derechos Reservados 2016



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	10
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	19
III. Escenario Doméstico	22
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	30
Recuadro I	36
Perspectivas económicas del escenario externo relevante para Paraguay	
Recuadro II	40
Inversión en infraestructura en Paraguay	
Glosario	43

(\*) 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 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 puntos porcentuales. 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 escenario internacional, las perspectivas de la economía global han mostrado cierta mejora en los últimos meses, mientras que en la región, el panorama se ha vuelto menos favorable respecto del informe anterior. Entre las avanzadas, en Estados Unidos, la actividad y el empleo han seguido consolidando su recuperación, lo que motivó a la Reserva Federal a la reanudación del proceso de normalización de la política monetaria. Por su parte, la Eurozona mantiene sus proyecciones de crecimiento moderado, mientras que para China se han revisado levemente al alza. En la región, si bien se prevé una recuperación de las principales economías vecinas, persisten los riesgos a la baja, que han comenzado a reflejarse en las estimaciones de crecimiento.

En Estados Unidos, a pesar de la incertidumbre inicial generada por las elecciones presidenciales y que luego fue disipándose, los indicadores de actividad y de empleo han mostrado mejoras continuas en los últimos meses. El Producto Interno Bruto (PIB) creció 3,2% trimestral anualizado en el tercer trimestre, muy por encima del 1,4% registrado en el segundo trimestre del 2016. Esta mejora en la actividad se dio por el aumento en los inventarios privados, los gastos del gobierno federal y un mayor dinamismo en las exportaciones. En cuanto a la actividad manufacturera, el PMI mejoró en relación al IPoM anterior ubicándose de vuelta en zona de expansión, explicado principalmente por el aumento de nuevas órdenes, la producción y el empleo. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se redujo a 4,6% en el mes de noviembre, demostrando una consolidación importante. Con respecto a los precios, la inflación ha aumentado con relación al informe anterior, aunque aún se mantiene por debajo del objetivo. Las mejores condiciones económicas llevaron a la Reserva Federal a aumentar, en su reunión de diciembre, el rango de tasas de interés y con expectativas de mayores alzas para el próximo año, las cuales estarán en función del desempeño de las variables macroeconómicas relevantes.

Por su parte, la Eurozona mantiene una senda de expansión moderada y las perspectivas de crecimiento no han experimentado cambios desde el último informe. Si bien el crecimiento del PIB en el tercer trimestre se mantiene similar al dato del anterior trimestre, algunos indicadores de actividad presentaron una mejoría como es el caso del PMI que se ubicó en 53,7, nivel más alto desde enero de 2014. En cuanto al mercado laboral, se destaca la reducción de la tasa de desempleo que alcanza la cifra de un dígito (9,8%) después de ubicarse por encima del 10% por más de cinco años. Aunque la inflación aumentó levemente en el último trimestre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variaciones las tasas de referencia pero continuará con su programa de compra de activos hasta fines de diciembre de 2017, aunque a un menor ritmo desde el mes abril.

En China, los indicadores de corto plazo y las perspectivas de crecimiento han mejorado levemente. El PIB se expandió en el tercer trimestre a la misma tasa que en los dos primeros (6,7%) impulsado por una fuerte inversión del gobierno. El sector manufacturero acompaña este comportamiento, explicado por una mayor producción, el buen dinamismo de las exportaciones y una menor contracción del empleo. El PMI verificó un incremento en noviembre, ubicándose en 50,9, por encima del dato publicado en el informe de setiembre.

En la región, la economía brasileña ha mostrado un debilitamiento de la actividad económica, lo cual también se ha reflejado en la corrección a la baja de las previsiones de crecimiento en relación a lo señalado anteriormente. El PIB del tercer trimestre se contrajo más que el anterior y los indicadores del sector manufacturero permanecen en zona de contracción. Es este contexto, las expectativas de crecimiento del mercado para el 2017 se ubicaron en 0,58%, muy por debajo de lo previsto en el IPoM previo (1,3%). En el mercado laboral, la tasa de desempleo sigue subiendo, ubicándose en 11,8% (promedio agosto a octubre). En cuanto a los precios, la inflación presenta una senda decreciente desde principio de este año, lo que, principalmente, ha llevado al Comité de Política monetaria del Banco Central de Brasil (BCB) tomar la decisión de bajar nuevamente su tasa de referencia, la cual se ubica actualmente en 13,75% anual.

En Argentina, el entorno macroeconómico sigue siendo frágil y, si bien se espera una recuperación para el 2017, las estimaciones también se han revisado a la baja. Según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), la economía se contrajo en 3,7% interanual en setiembre. En cuanto a la actividad industrial, el Estimador Mensual Industrial (EMI) presentó una reducción mayor a la registrada en el informe previo, explicado principalmente por la caída

en las industrias metálicas, automotriz y de caucho y plástico. Con relación a los precios, la inflación continúa aumentando y presenta valores mayores a los del trimestre anterior. Sin embargo, las expectativas del mercado señalan una reducción paulatina para el próximo año, con la implementación del esquema de metas de inflación anunciado en setiembre de 2016.

En el plano doméstico, la actividad económica mantuvo la buena dinámica y diversificación sectorial como fuera señalada en el informe anterior. En el tercer trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 5,0%, explicado fundamentalmente por los sectores secundario (industria manufacturera y construcciones) y terciario (comercio y servicios). Por el lado del gasto, si bien la demanda externa sigue representando el principal factor de crecimiento, el desempeño de la inversión mejoró respecto al trimestre anterior. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando una expansión moderada. Bajo este escenario, las previsiones de crecimiento para el 2016 se mantuvieron en 4,0%.

En cuanto a los precios, a partir del último IPoM la inflación total se ha incrementado, fundamentalmente por el aumento de precios de algunos productos alimenticios. El promedio entre octubre y noviembre se situó en 3,9%, superior al 3,2% verificado en el tercer trimestre. No obstante, la inflación núcleo continuó mostrando una trayectoria a la baja, con un promedio de 3,3% en el último periodo (3,5% en el tercer cuarto). En las otras medidas subyacentes, se observa una mayor inflación, debido en parte a la suba importante del precio de la carne vacuna, explicada por factores de oferta, lo que condicionó los niveles de precios de estos indicadores.

Teniendo en cuenta que la actividad económica seguía con una buena dinámica y que las distintas medidas de inflación se mantenían en línea con la meta en el horizonte relevante de proyección, el CEOMA ha considerado adecuado mantener el perfil de política monetaria en las reuniones de octubre y noviembre, ya que no existían factores relevantes que podían desviar de la meta la trayectoria esperada de la inflación en el horizonte de proyección. En la última reunión del 2016, el Comité señaló que en el contexto internacional, el ajuste de la tasa de la Reserva Federal no había generado cambios importantes en los mercados financieros. En el plano interno, la inflación mantenía un comportamiento favorable, mientras que la actividad se había moderado en el margen, aunque estaba explicada por sectores no vinculados a la política monetaria. En este contexto, el Comité decidió nuevamente mantener la tasa de política monetaria, la cual se ubica en 5,50% anual desde el mes de julio.

#### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2016	2017(f)	2017(f)
Sector Primario	3,1	2,4	0,6
Agricultura	2,5	2,0	0,4
Ganadería	4,5	3,8	0,2
Otros Primarios	7,0	2,1	0,0
Sector Secundario	9,5	4,1	1,1
Manufactura	3,9	3,8	0,4
Construcción	18,0	7,7	0,3
Electricidad y Agua	12,2	3,1	0,4
Sector Terciario	1,3	4,0	1,7
Gobierno General	-2,5	2,0	0,2
Comercio	1,2	2,8	0,4
Comunicaciones	-0,2	3,5	0,1
Otros Servicios <sup>†</sup>	3,6	6,2	1,0
Impuestos	3,5	4,8	0,3
PIB a precios de mercado	4,0	3,7	

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,0	3,7
Demanda Interna	1,7	1,1	3,4
Formación bruta de capital	1,2	2,5	5,5
Formación bruta de capital fijo	2,2	5,0	5,5
Consumo total	1,9	0,7	2,8
Consumo privado	1,5	1,3	2,9
Consumo público	4,3	-3,0	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	3,0	2,5
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-2,5	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,1	1,3	1,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,5	16,6	17,8
FBKF (% del PIB real)	18,7	18,9	19,2

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

PIB sin agricultura, ni binacionales	3,1	4,2
--------------------------------------	-----	-----

(f) Proyección, (i) Incidencia

En el escenario base, la proyección de crecimiento para el 2016 se mantuvo en 4,0%, con una ligera recomposición a nivel sectorial. La tasa de crecimiento del sector primario se redujo, en tanto que aumentaron para los sectores secundario y terciario. Para el 2017 se prevé un crecimiento del PIB de 3,7% sustentada principalmente en la expansión que tendrían el comercio, comunicaciones, gobierno general, servicio a las empresas y a los hogares, entre otros. Además, la industria manufacturera y las construcciones tendrán una incidencia importante en el crecimiento del próximo año. Por el lado del gasto, el consumo privado y la inversión serían los principales factores de crecimiento. Asimismo, el consumo público mostraría una recuperación en el 2017, luego de la caída observada en el presente año. La demanda externa también tendría una contribución positiva al PIB, aunque menor a la del 2016.

En cuanto a los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en 3,6% para el cierre del año, superior a la del informe anterior (3,3%). Este cambio se explica en gran medida por un aumento de los precios de algunos bienes del rubro alimenticio, principalmente de los productos volátiles, que incrementaron la inflación del último trimestre por encima de la pronosticada previamente. Por otro lado, la proyección de la inflación subyacente para 2016 se sitúa en 3,5%, ligeramente mayor al trimestre previo, básicamente por una leve depreciación del guaraní reflejada en los precios de los bienes importados. En adelante, la trayectoria se mantendría estable en los próximos dos años. Para el 2017, no se esperan cambios en las proyecciones. La inflación total se ubicará por encima del 4% a partir de mediados del próximo año, con una convergencia gradual a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política monetaria, en esta ocasión, el cuarto trimestre del 2018.

#### Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,0	3,8	4,3	
Inflación IPC diciembre (**)	3,1	3,6	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,5	3,5	4,3	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,5	3,6	4,1	
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 2018.

En cuanto a los escenarios de riesgo, en el ámbito internacional, la Reserva Federal incrementó recientemente su tasa de política monetaria y se prevé una senda de ajustes graduales en el 2017. Un aspecto relevante a considerar es un ritmo de ajustes más rápido al previsto actualmente, lo cual podría incrementar el costo de financiamiento externo y las presiones sobre las monedas de las economías emergentes más rápidamente. En cuanto a Europa, la incertidumbre asociada al proceso del *Brexit* se ha reducido por los planes dentro del gobierno de diseñar los mecanismos necesarios para una salida ordenada. Asimismo, en China, los riesgos de corto plazo se han atenuado, teniendo en cuenta la mejora de la inversión privada y los efectos de las medidas de estímulo del gobierno.

En el contexto regional, las señales positivas respecto de la recuperación de la economía brasileña se han debilitado en los últimos meses. Además, la implementación efectiva de la reforma fiscal sigue enfrentando desafíos importantes, dada la compleja situación política. La solidez de su recuperación dependerá de manera crucial de la reducción de la incertidumbre política y económica. Asimismo, Argentina sigue atravesando un complejo proceso de transición económica, aunque se prevé una recuperación en el 2017.



Otro factor de riesgo a considerar es la evolución de los precios del petróleo en los próximos meses, dado que recientemente han comenzado a incrementarse en los mercados internacionales, como resultado de acuerdos entre los principales productores mundiales para recortar la producción. En la medida que estos compromisos se cumplan, los precios podrían seguir aumentando, lo cual asociado a un escenario de fortalecimiento del dólar, representaría un elemento de presión sobre los precios internos de los países importadores de petróleo y/o combustibles derivados del mismo.

En el plano doméstico, un elemento a tener en cuenta es la evolución del tipo de cambio en los próximos meses, aunque esto dependerá en gran medida de los próximos pasos que adopte la Reserva Federal durante el 2017. No obstante, dado que se trata de un *shock* transversal a todas las economías, el impacto sobre la dinámica de precios internos dependerá, en todo caso, del comportamiento del tipo de cambio real con respecto a los principales socios comerciales.

Asimismo, como se ha señalado en los informes previos, la reversión de los diferenciales de precios con relación a Argentina (más bajos en Paraguay) sigue generando un importante flujo de ventas en las zonas fronterizas, lo que está contribuyendo adicionalmente al impulso de la actividad comercial. No obstante, en la medida que esta demanda aumente, los precios de determinados productos locales podrían incrementarse, aunque esto dependerá también de la capacidad de producción doméstica para satisfacer el incremento de la demanda adicional.

En cuanto al comercio con Brasil, a pesar de su frágil situación económica, las exportaciones de Paraguay a dicho país se incrementaron durante el 2016. Asimismo, las reexportaciones han mostrado una recuperación significativa en los últimos meses, explicada principalmente por la apreciación del real brasileño con respecto al dólar. En este sentido, si bien las perspectivas de crecimiento se han debilitado, la evolución del valor de la moneda brasileña también será un elemento importante en la consolidación de la dinámica reciente del comercio fronterizo en el 2017.

Por otra parte, es importante señalar que recientemente se aprobó un nuevo mecanismo de actualización del salario mínimo, que contempla ajustes con una periodicidad anual, a diferencia de la regla anterior en la que el tratamiento se realizaba una vez que la inflación acumulada desde el último cambio alcanzara 10% y que en los últimos años posibilitó actualizaciones, en promedio, cada 30 meses. La nueva regla permitirá ajustes más frecuentes, lo que podría generar, en cierta medida, un aumento de la persistencia de la inflación cuando la economía enfrente los efectos de algunos shocks externos o internos, dado que limita el periodo de tiempo para acomodarlos. No obstante, dado que en los últimos años Paraguay ha mantenido una inflación baja, principalmente en el periodo de implementación del esquema de metas de inflación, no se espera que la nueva regla comprometa el cumplimiento de la meta del 4,5% anual.

Evalrados 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 de manera oportuna 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 2016.

En el contexto económico internacional y regional el panorama permanecía complejo. Las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos habían tenido una marcada corrección a la baja respecto del informe de junio. Sin embargo, la Eurozona y China habían registrado revisiones positivas. En el ámbito regional, si bien se había observado algunas mejoras en los indicadores, el panorama económico en Brasil continuaba debilitado, al igual que en Argentina.

En el segundo trimestre, la economía de Estados Unidos registró un mejor desempeño con relación a las sucesivas desaceleraciones observadas desde la segunda mitad del 2015. El mercado laboral, por su parte, seguía con buen dinamismo, con una tasa de desempleo estable, cercana a niveles considerados neutrales. En ese contexto, la Reserva Federal (Fed) decidió mantener su perfil de política monetaria, postergando nuevamente el ajuste de tasas en la reunión de setiembre.

En la Eurozona, sin embargo, en el segundo trimestre se registró un crecimiento trimestral más bajo respecto del primer cuarto, principalmente influenciado por un incremento menor del consumo de los hogares y de la inversión. El mercado laboral se mantenía estable, mientras que la inflación permanecía en niveles bajos, por lo que el BCE decidió mantener el programa de compra de activos hasta marzo del próximo año.

En China, el crecimiento del producto en el segundo trimestre se mantuvo similar al trimestre anterior. El dinamismo del sector manufacturero, en agosto, había disminuido marginalmente con relación al mes anterior.

En el contexto regional, a pesar de las mejoras observadas en algunos indicadores de confianza del consumidor, la evolución de la economía brasileña continuaba frágil, con un sector manufacturero debilitado. En línea con lo anterior, el mercado laboral no mostraba señales de recuperación, ya que la tasa de desempleo continuaba en ascenso. Sin embargo, la inflación se había desacelerado en el margen.

Asimismo, en Argentina los indicadores de actividad seguían débiles. Así, en el segundo trimestre del año, el crecimiento del PIB registró valores negativos y la actividad industrial permanecía deteriorada. Respecto de los precios, si bien se había observado menores tasas de inflación en el margen, continuaba en niveles altos.

En el plano local, la economía paraguaya se mantenía resiliente ante el escenario externo más incierto. A partir del segundo trimestre del año, la actividad económica había recuperado impulso, luego de una moderación desde mediados del 2015. Con relación a los precios, como ya se había señalado en el informe anterior, las distintas medidas de inflación (total y subyacentes) continuaban con una trayectoria descendente, principalmente debido a reversiones de algunos precios volátiles de la canasta y a las menores presiones sobre el tipo de cambio sobre los bienes importados.

Considerando el panorama más favorable para la inflación y teniendo en cuenta que había espacio para una mayor consolidación de algunos sectores en el mediano plazo, en su reunión de julio, el CEOMA decidió reducir la TPM en 25 pb a 5,50%, considerando apropiado proveer un estímulo monetario adicional, sin comprometer la convergencia de la inflación a la meta. En las reuniones de agosto y setiembre, la TPM se mantuvo sin variación.

Teniendo en cuenta que la buena dinámica de la actividad económica venía consolidándose en varios sectores clave, la proyección del PIB para el 2016 en el escenario base, fue nuevamente ajustada al alza (4%), respecto de la revisión anterior (3,5%). Esta proyección se explicó principalmente a una mayor diversificación del crecimiento en el sector secundario, tales como las construcciones, producción de energía eléctrica e industria manufacturera. El sector terciario, en el agregado, fue ajustado a la baja, debido en gran parte a la caída en los servicios gubernamentales. Por el lado del gasto, la corrección al alza se explica por el ajuste positivo de la demanda externa, ya que las proyecciones de consumo (público y privado) fueron revisadas a la baja.

Con relación a la inflación, la trayectoria más probable en el escenario base para finales de año se ubicaba en torno al 3,3%, inferior a lo proyectado en setiembre (3,8%). Este ajuste se debió, por una parte, a la reducción de algunos precios volátiles de la canasta, mayor a la prevista en informes previos, condicionando la proyección de la inflación a un nivel más bajo. Por otro lado, el tipo de cambio siguió fortaleciéndose en los últimos meses, por lo que la expectativa del mismo implicaba menores presiones inflacionarias en el corto plazo. A partir de la segunda mitad del 2017, la inflación se ubicaría en niveles por encima del 4%, convergiendo de manera gradual a la meta de 4,5% en el horizonte de proyección, en ese entonces el tercer trimestre de 2018.

Los escenarios de riesgos señalados en setiembre se mantenían similares al informe de junio. En el plano internacional, la Fed nuevamente había mantenido la tasa de interés en las reuniones de julio y setiembre. Sin embargo, las probabilidades más elevadas de un ajuste se concentraban para la reunión de diciembre, conforme a la evolución de la actividad económica y del mercado laboral. Por otra parte, la incertidumbre del proceso del *Brexit* seguía siendo un factor de riesgo a la baja para la economía mundial. Con relación a China, los riesgos de corto plazo se habían mitigado, dada la mayor estabilidad de su crecimiento. En el ámbito regional, los indicadores de confianza y perspectivas de Brasil habían mejorado en los últimos meses, lo que, junto a una apreciación de su moneda representaba un riesgo al alza para la actividad local, por su efecto en el comercio fronterizo. Sin embargo, aún existían importantes desafíos que el gobierno brasileño debía afrontar, tales como el desempleo, la elevada inflación y la reforma fiscal.

En el ámbito doméstico, las presiones externas sobre el tipo de cambio continuaron reduciéndose, tras las sucesivas postergaciones del ajuste de la tasa de la Fed. Además, persistía el riesgo de la inflación externa relevante para Paraguay, debido a que las medidas del nuevo gobierno argentino habían llevado a aumentos de precios, dando origen a incentivos para el comercio en las zonas fronterizas, principalmente en Encarnación. La mayor demanda podría tener un impacto positivo en la actividad pero también podría ejercer alguna presión en los precios de algunos productos nacionales. Evaluados

estos escenarios, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba equilibrado.

### Reuniones de octubre, noviembre y diciembre.

Para la reunión de octubre, se mantenía la complejidad del escenario externo. Por un lado, la expansión de la actividad económica y la creación de empleo en Estados Unidos se habían ubicado por debajo de las expectativas. Sin embargo, las probabilidades de ajuste de la tasa de la Fed en diciembre de este año se mantenían elevadas. Por otra parte, la Eurozona seguía mostrando moderados signos de expansión. En la región, persistía una mayor confianza de los consumidores respecto de lo observado en setiembre, a pesar de que las perspectivas de crecimiento para este año y el siguiente se habían reducido. En Argentina, la actividad industrial permanecía frágil y la inflación nuevamente se había incrementado en el margen.

En el plano local, la inflación venía registrando una trayectoria descendente, debido en parte, a la reversión de los precios volátiles hacia sus valores promedios, por lo que la inflación total y las medidas subyacentes evolucionaban de manera coherente con la meta en el horizonte de proyección. Además, la actividad económica seguía mostrando un buen dinamismo, impulsada principalmente por la recuperación de algunas ramas de la industria, las construcciones y el comercio. Con ello, la estimación de crecimiento del PIB se había corregido al alza de 3,5% a 4%.

En este contexto, el CEOMA consideró que lo más apropiado era mantener el perfil de política monetaria, con una TPM de 5,5% anual, garantizando así la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de proyección.

En la reunión de noviembre, el Comité señalaba que se había incrementado la incertidumbre en el escenario internacional, principalmente por el resultado de la elección presidencial en Estados Unidos. Este hecho había generado cierta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Por su parte, la Eurozona continuaba con su política de estímulo monetario. En el plano regional, el Banco Central de Brasil había disminuido su tasa de referencia en un contexto de

menores presiones inflacionarias y de resultados mixtos en los indicadores de actividad económica. En Argentina, las expectativas de inflación habían aumentado para el próximo año.

En lo interno, no se habían observado cambios importantes en la dinámica de los precios con relación a meses anteriores. A pesar de la inflación total se había incrementado levemente en el margen, las medidas de tendencia mostraban una trayectoria descendente desde hacía unos meses, pero acorde con la meta en el horizonte de política. La evolución de los indicadores de la actividad económica, por su parte, continuaba en línea con las proyecciones de crecimiento señaladas el mes anterior.

Bajo ese escenario, el CEOMA consideró que la estrategia más apropiada era continuar con el perfil actual de la política monetaria, por lo que decidió mantener la TPM en 5,5% anual, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte de proyección.

En diciembre, se indicaba que en el contexto internacional, el reciente ajuste de la tasa de la Reserva Federal de los Estados Unidos no había generado cambios sustanciales en los mercados financieros. Por su parte, en la región, el panorama económico de las principales economías se mantenía incierto. En lo interno, las medidas de tendencia de la inflación mantenían un comportamiento consistente con la meta en el horizonte de política monetaria. En cuanto a la actividad, el Comité señalaba que la moderación observada en el margen se explicaba, en gran medida, por el frágil desempeño de sectores puntuales que no tienen relación con la política monetaria.

Por lo tanto, el CEOMA decidió mantener la TPM en 5,5% anual, considerando que este escenario no amerita un cambio en el perfil de política monetaria.

## I. Entorno Internacional y Regional

### Actividad económica

La estimación de crecimiento mundial mostró una leve mejora respecto al IPoM de setiembre para los años 2016 y 2017 y se prevé un mayor dinamismo para el 2018. Entre las economías avanzadas, el crecimiento de Estados Unidos se ajustó a 1,6% para 2016, levemente por encima del 1,5% del informe previo, mientras que para el 2017 se mantuvo en 2,2%. Por su parte, el crecimiento de China se corrigió también al alza, 6,7% y 6,4%, superiores a las tasas del informe anterior (6,6% y 6,3%). Por otro lado, el crecimiento del PIB previsto para la Eurozona se mantiene constante en 1,6% y 1,4%.

En la región, el crecimiento del PIB de los socios del bloque Mercosur se moderó, principalmente causado por un menor crecimiento proyectado para Argentina y Brasil. El crecimiento de los socios comerciales se mantiene similar respecto al IPoM anterior. Para el año 2017 se proyecta un crecimiento positivo lo cual se explica por la recuperación de Brasil, Argentina, Rusia y, en menor medida, Chile (tabla I.1).

En Estados Unidos, el crecimiento anualizado del PIB en el tercer trimestre fue 3,2%, muy superior al 1,4% registrado durante el segundo trimestre del año. El mayor crecimiento se explicó principalmente por un incremento en los inventarios privados, los gastos del gobierno federal, la menor disminución en los gastos de gobierno local y estatal, y una aceleración de las exportaciones. En lo que se refiere a la actividad manufacturera, el PMI (*Purchasing Managing Index*) se ubicó en zona de expansión en el mes de noviembre al alcanzar el nivel de 53,2 (gráfico I.1). El incremento de este indicador se debe principalmente al aumento de nuevas órdenes, la producción, el empleo y un incremento en el índice de precios, lo que indica un mayor precio de las materias primas. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se redujo 4,6% en el mes de noviembre. A su vez, las nóminas no agrícolas se incrementaron en 178 mil nuevos puestos de trabajo en el mismo mes, esta cantidad se encuentra por debajo del promedio de los últimos doce meses (204 mil) y de las expectativas del mercado (180 mil).

En la Eurozona, el Producto Interno Bruto en el tercer

**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**

Variación anual, porcentaje

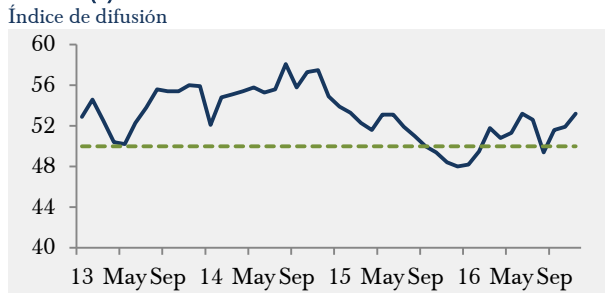
	2015 (e)	2016 (f)	2017 (f)	2018 (f)
Mundo	3,0	2,5	2,8	3,5
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	2,2
Eurozona	2,0	1,6	1,4	1,5
China	6,9	6,7	6,4	6,1
Brasil	-3,8	-3,4	0,7	1,8
Argentina	2,4	-2,0	2,9	2,9
Socios comerciales	0,3	0,6	2,0	2,4
Socios Mercosur	-2,1	-2,7	1,1	2,1

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast hasta 2017. 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 (octubre de 2016), hasta 2017. Para 2018 se utiliza Bloomberg y FMI.

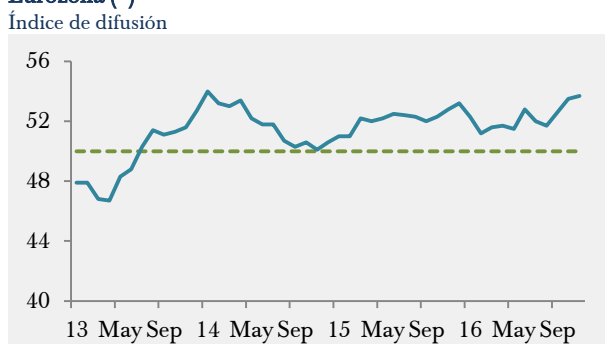
**Gráfico I.1**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en EE.UU. (\*)**



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

Fuente: Bloomberg.

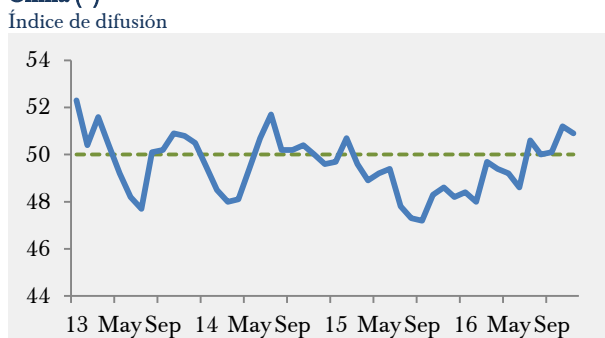
**Gráfico I.2**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Eurozona (\*)**



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

Fuente: Bloomberg.

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



(\*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por Caixin Media.

Fuente: Bloomberg.

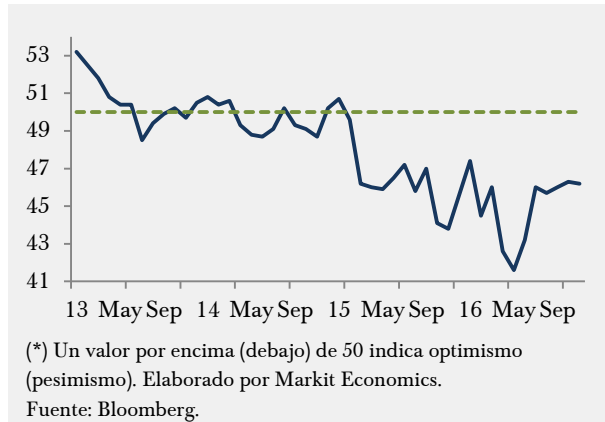
trimestre se mantuvo constante en 0,3% trimestral. Esto se explica por un aumento del consumo de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las importaciones. Las economías que registraron un mayor crecimiento fueron Croacia, Eslovenia y Grecia mientras que República Checa y Lituania mostraron las tasas de crecimiento menos elevadas. En el mes de noviembre, la actividad manufacturera medida a través del PMI presentó una mejoría, al ubicarse en 53,7, siendo así el nivel más alto desde enero del 2014 (gráfico I.2). Igualmente, el mercado laboral mostró cifras más favorables en el mes de octubre al ubicarse la tasa desempleo en 9,8%, nivel inferior al 10,1% registrado a la fecha de publicación del último informe. Este indicador se redujo a cifra de un dígito luego de ubicarse por encima de 10% durante más de cinco años. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) revisó sus proyecciones de crecimiento del PIB en 1,7% para el 2016 y el 2017.

En China, el PIB se expandió 6,7% interanual durante el tercer trimestre del año, al igual que los dos primeros trimestres. Este crecimiento fue impulsado principalmente por fuertes inversiones de gobierno. El sector manufacturero, medido por el PMI, verificó un incremento en el mes de noviembre (50,9) respecto al presentado en el último IPoM (50) (gráfico I.3). Este incremento se debió a la expansión de la producción, estabilidad en las exportaciones y una menor contracción del empleo.

En Brasil, el PIB se contrajo 0,8% trimestral en el tercer trimestre, caída más pronunciada al 0,4% observado durante el segundo trimestre y a la esperada por el mercado de 0,6%. Asimismo, el PMI permanece en zona de contracción (46,2 en noviembre), aunque levemente por encima de lo señalado en el informe anterior (45,7) (gráfico I.4). Respecto del mercado laboral, el último dato de la tasa de desempleo alcanzó 11,8% (promedio agosto a octubre), superior al promedio de abril a julio presentado en el IPoM de setiembre. En este contexto, las expectativas de crecimiento divulgadas por el Banco Central de Brasil (BCB) en su encuesta Focus se han deteriorado, principalmente para el próximo año. Luego de haberse situado en 3,14% para el 2016 y 1,3% para el 2017 en el IPoM de setiembre, en la encuesta de diciembre se situaron en 3,48% y 0,58%, una corrección a la baja significativa para el 2017.

En Argentina, de acuerdo al Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), la economía se contrajo en

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



**Gráfico I.5**  
**Argentina: Estimador Mensual de la Actividad Económica**  
Variación mensual e interanual, porcentaje



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



3,7% interanual en el mes de setiembre, cifra más negativa que la tasa promedio del año (-2,3%) (gráfico I.5). El Estimador Mensual Industrial (EMI), por su parte, presentó una variación interanual de -8,0%, por debajo del -7,9% presentado en el IPoM anterior. El comportamiento de este indicador se debió principalmente a las caídas en las industrias metálicas básicas (-16,2%), industria automotriz (-19,1) y productos de caucho y plástico (-13,4%).

## Inflación y Política Monetaria

Las distintas medidas de inflación en las economías avanzadas presentaron incrementos respecto a las cifras presentadas en el informe de setiembre. El índice PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) de EEUU se incrementó en 1,4% interanual en el mes de octubre, mientras que el mismo índice, al excluir los componentes más volátiles de la canasta (alimentos y energía), presentó un incremento de 1,7% interanual. Así mismo, el índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación interanual de 1,7% en noviembre, mientras el IPC núcleo se incrementó 2,1% interanual. Igualmente, en la Eurozona, la tasa de inflación alcanzó 0,6% interanual en noviembre, observándose un incremento de la misma respecto al 0,2% interanual de agosto presentado en el último informe; la inflación núcleo por su parte verificó un incremento de 0,8% interanual (gráfico I.6).

En la región, la inflación de Brasil en noviembre fue de 6,99% interanual, menor a la tasa presentada en el informe de setiembre (gráfico I.7). En la encuesta Focus, se esperan tasas de inflación de 6,49% para el 2016 y 4,90% para el 2017, según la última publicación del 16 de diciembre. El Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil decidió bajar la tasa SELIC (Sistema Especial de Liquidación y Custodia) a 13,75% en su última reunión, luego de haberla reducido de 14,25% a 14% en el mes de octubre.

El IPC de Argentina publicado por el Indec mostró una inflación mensual de 1,6% en el mes de noviembre, por encima del promedio de julio a setiembre de 1,1% y superior al dato de agosto publicado en el informe anterior (0,2%). Por otra parte, la inflación medida por el Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) fue de 44,8% interanual en noviembre, superior al publicado en el último IPoM. Sin embargo, las expectativas del mercado señalan una reducción paulatina para el próximo año, con la

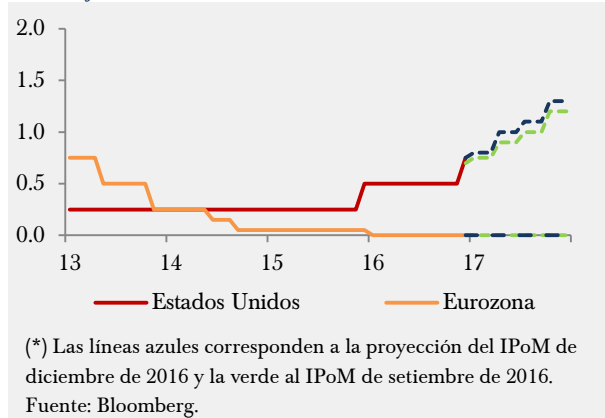
**Gráfico I.7**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



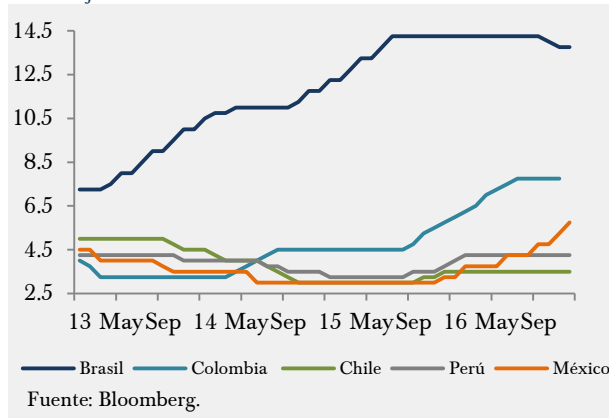
**Gráfico I.8**  
**Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas (\*)**

Porcentaje



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

Porcentaje



implementación del esquema de metas de inflación anunciado en setiembre de 2016. En el mes de noviembre, como medida de política monetaria El Banco Central de la República de Argentina redujo la tasa de política monetaria en 24,75% con respecto a la tasa publicada en el mes de octubre (26,75%).

Respecto a la política monetaria de EEUU, las perspectivas de tasas se encuentran levemente por encima de lo presentado en el informe anterior (gráfico I.8). En la reunión de diciembre de la Reserva Federal, se decidió elevar el rango objetivo de tasas de interés a 0,50% - 0,75%. La economía de EEUU ha demostrado continuas mejoras en sus indicadores macroeconómicos, se vio una expansión moderada de la actividad económica desde mitad de año, se incrementaron los puestos de trabajo de manera sólida en los últimos meses, la tasa de desempleo ha disminuido y la inflación permanece por debajo del objetivo. Los futuros movimientos en las tasas de interés dependerán de las perspectivas acerca de las condiciones económicas. Para mantener las tasas dentro del rango establecido, el Comité autorizó llevar a cabo las operaciones de mercado abierto necesarias, siendo efectivo desde el 15 de diciembre. Por otra parte, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia en la reunión de diciembre. Las tasas de facilidad de depósitos quedaron en -0,4%, las tasas de operaciones de refinanciamiento, en 0,00% y las de facilidad marginal de crédito en 0,25%. En lo que respecta a las medidas no convencionales, seguirá la implementación del programa de compra de activos hasta finales de diciembre 2017 o hasta que la inflación sea compatible con los objetivos inflacionarios.

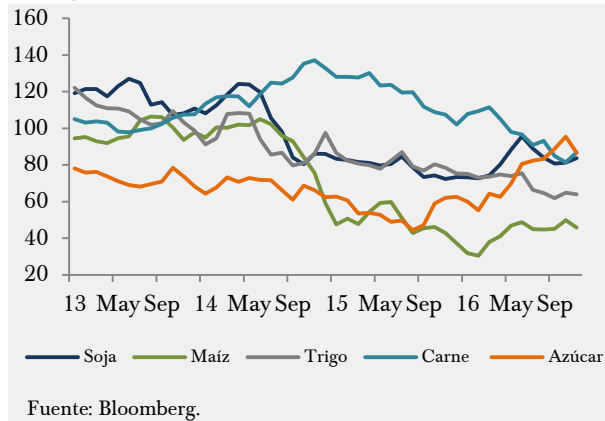
En la región, se observó un ajuste de la política monetaria en México, que vio incrementada su tasa de interés interbancaria a un día en 50 pb hasta 5,75% interanual en su reunión de diciembre; en el último informe la misma tasa se encontraba en 4,25% anual. Por otra parte, Colombia redujo su tasa de intervención a 7,5% anual (25 pb menos) en su reunión de diciembre, mientras que Perú (4,25% anual) y Chile (3,50% anual) mantuvieron sus tasas de interés sin variaciones (gráfico I.9).

## Materias primas

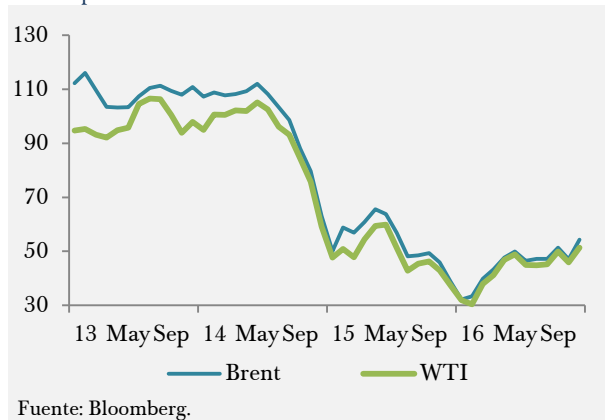
En relación a lo presentado en el IPoM anterior, los precios de los *commodities* no energéticos presentaron una tendencia



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



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



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



positiva, con excepción del deterioro observado en los precios internacionales del azúcar.

El precio de la soja registró un incremento de 6,7% en el mes de diciembre con respecto a la cotización de setiembre, en tanto que aumentó 17,5% interanualmente. Este comportamiento en los precios se explicó, en gran medida, por la fuerte demanda de este *commodity*.

En lo que respecta a los cereales, el trigo se incrementó 0,9% respecto al informe anterior y cayó 17,0% interanual; mientras que los precios del maíz se incrementaron en 13,7% en relación al mes de setiembre y 37,5% interanual.

En noviembre los precios de la carne se incrementaron en 5,1% en el último trimestre, mientras que verificó una reducción de 12,5% con respecto a diciembre del 2015.

Los precios del azúcar se deterioraron en 10,8% con respecto al mes de setiembre, sin embargo observaron un aumento de 26,6% en términos interanuales. Este comportamiento fue en parte estimulado por la depreciación del real brasileño en relación al dólar lo que impulsó las exportaciones de este país.

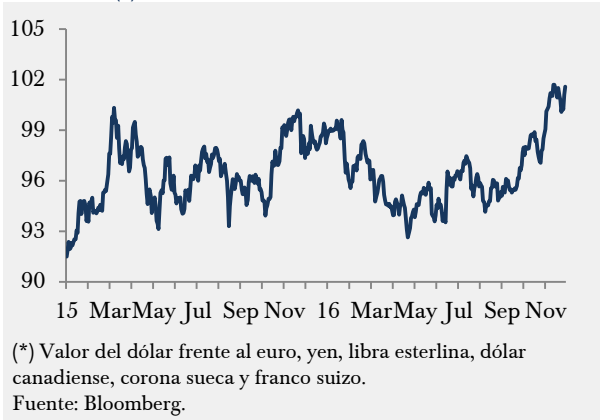
En el último trimestre se observó una tendencia positiva en los precios internacionales del petróleo. Así, el precio del petróleo Brent se incrementó en 15,1% al igual que el WTI en 13,7% respecto al mes de setiembre. Esto se dio principalmente como resultado de la reunión de los países de la OPEP en Viena a finales de noviembre, en la cual acordaron reducir la producción de 33,64 a 32,5 millones de barriles por día.

### Mercados financieros internacionales

En relación a los principales índices accionarios de Estados Unidos, estos se desempeñaron de manera positiva durante el último trimestre asociado a la suba de los precios del petróleo.

En lo que respecta a los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU con vencimiento a 10 y a 30 años, los mismos experimentaron un fuerte incremento el día posterior a las elecciones presidenciales de los EEUU y continuó incrementándose durante el resto del mes de noviembre, siguiendo con esta tendencia durante el mes de diciembre,

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

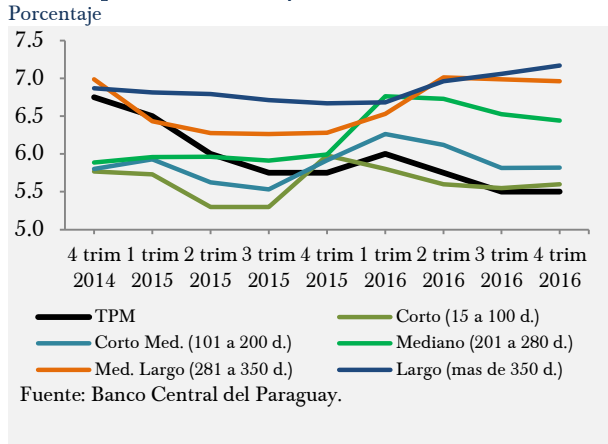


debido al alza en las tasas de interés de la Reserva Federal. De esta manera, el rendimiento promedio al 15 de diciembre fue de 2,45% para los bonos a 10 años y 3,11% para los bonos a 30 años, bastante superiores a los presentados en el último informe (gráfico I.12).

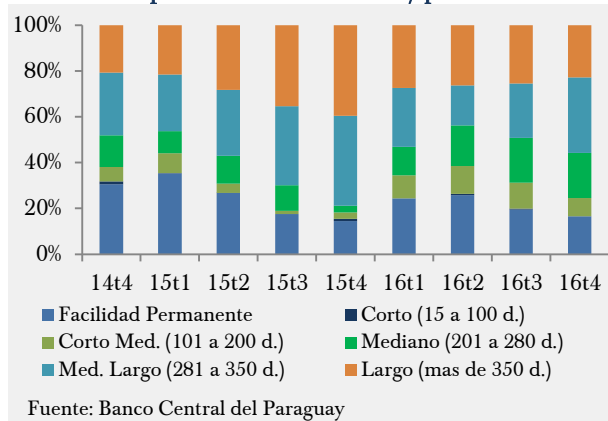
La cotización promedio del dólar americano fue mayor durante el último trimestre del año en relación al inmediatamente anterior, en línea con el incremento de las tasas de interés Reserva Federal de los EEUU, así el índice DXY alcanzó su nivel máximo desde diciembre del 2002 (gráfico I.13).

## II. Mercados Financieros

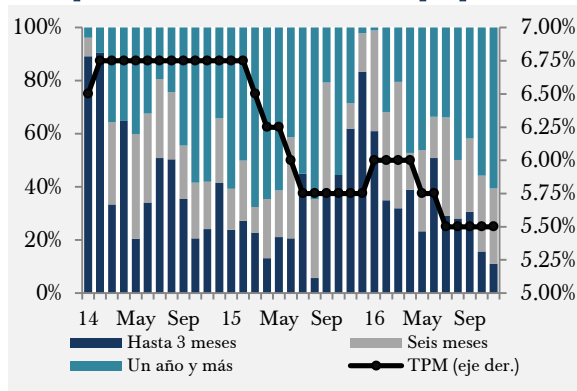
**Gráfico II.1**  
Tasas de política monetaria y de IRM



**Gráfico II.2**  
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días



**Gráfico II.3**  
Participación en la demanda de las LRM por plazos



### Política Monetaria

En el cuarto trimestre de 2016, la economía global, si bien continuaba con una moderada recuperación, seguía mostrando un panorama incierto. Asimismo, las probabilidades de un ajuste de la tasa de la Fed en la reunión de diciembre venían incrementándose hasta finalmente concretarse y con expectativas de más ajustes durante el 2017. En la región, por su parte, la economía brasileña mostraba señales mixtas de recuperación.

En el plano doméstico, los resultados de la inflación total continuaban en línea con la meta y la evolución de la actividad económica se mantuvo consistente con las estimaciones de crecimiento del producto. En este contexto, no se observaron cambios sustanciales en la dinámica de los precios y, aunque la inflación total se incrementó ligeramente en el margen, las diferentes medidas de tendencia inflacionaria mostraban una trayectoria a la baja. Por ello, el Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) mantuvo la tasa de Política Monetaria en 5,50% anual durante el cuarto trimestre de 2016 (reuniones de octubre, noviembre y diciembre).

### Instrumentos de Regulación Monetaria

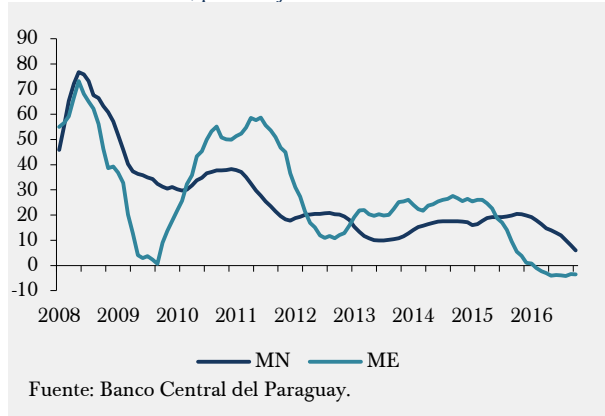
Las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), no muestran un perfil muy distinto a lo que se había observado en el tercer trimestre de este año, manteniéndose la tendencia del aumento de las colocaciones a mayores plazos. Así, se produjo una migración de los plazos corto-mediano (101 a 200 días) hacia los de mediano-largo (281 a 350 días), los cuales registraron un incremento del 9,3% en el trimestre en consideración (gráfico II.2).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el cuarto trimestre del año se registró un mayor apetito por los instrumentos de plazos a un año y más a expensas de los instrumentos de hasta 3 meses. Esta mayor demanda por instrumentos de mayores plazos se fue observando a medida que transcurrían los meses del 2016.

Así, en el cuarto trimestre del año, la demanda por títulos para plazos hasta 3 meses representaron el 14,2% del total, la de los 6 meses representaron el 28,5% y la de los mayores

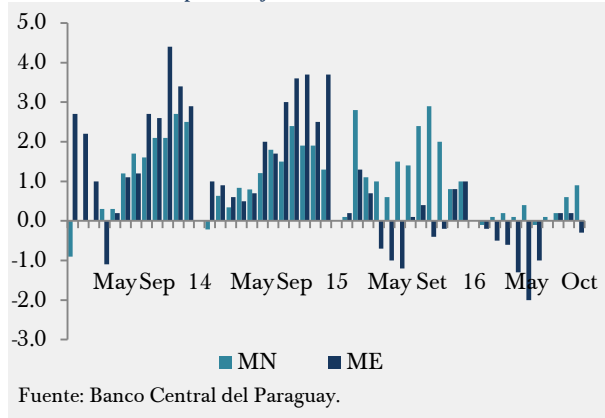
**Gráfico II.4**  
**Evolución del Crédito**

Variación interanual, porcentaje

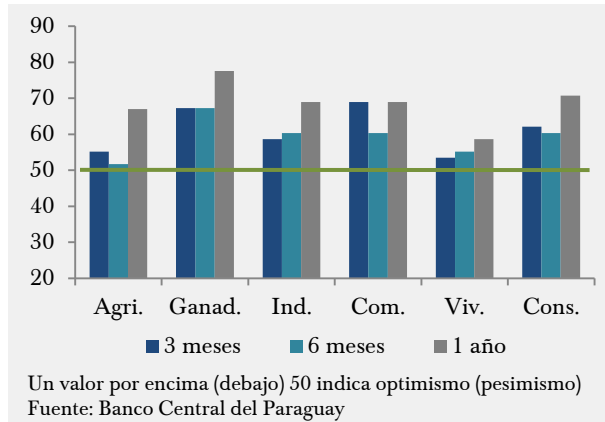


**Gráfico II.5**  
**Créditos en MN y ME**

Variación mensual, porcentaje



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



plazos (un año y más) representaron el 57,3% (gráfico II.3).

## Condiciones Financieras

Los créditos bancarios en moneda nacional (MN) continúan desacelerándose, mientras que los denominados en moneda extranjera mantienen una variación interanual negativa desde el mes de febrero, aunque se ha mantenido estable en los últimos meses. Así, en octubre, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 4,4%, por debajo del 8,1% registrado al cierre del último informe (IPoM de setiembre). Por otra parte, los créditos en moneda extranjera mostraron una variación interanual de -3,5%, menor al -4,1% del informe anterior (gráfico II.4).

Con respecto a la evaluación de los intermediarios financieros sobre la situación económica, en la última encuesta de Situación General del Crédito (tercer trimestre), el 21% de las entidades encuestadas respondió que la coyuntura actual es óptima para el otorgamiento de créditos, porcentaje inferior al correspondiente al primer trimestre de 2016 (38%) y al segundo trimestre de 2016 (31%).

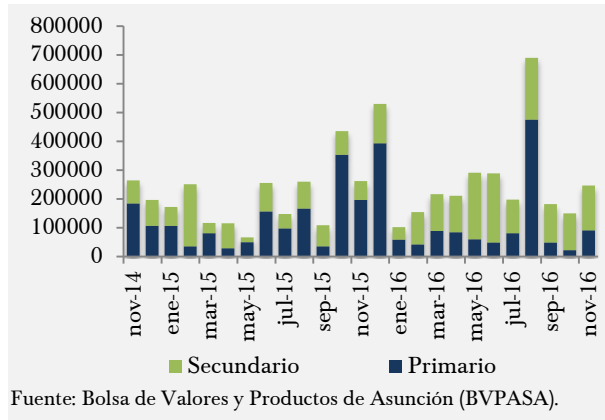
Sin embargo, en lo que se refiere a las expectativas sobre la concesión de créditos, éstas muestran una mejoría con respecto a las encuestas realizadas para los dos primeros trimestres del año. Así, para los próximos tres meses, el 32% de los encuestados respondió que el crédito aumentará, mientras que en el primer y segundo trimestres del año respondieron sólo el 26% y 29%, respectivamente. Por su parte, los indicadores de difusión de las expectativas referentes a los créditos por sectores para tres, seis y doce meses continúan en la zona de expansión (gráfico II.6).

## Mercado bursátil

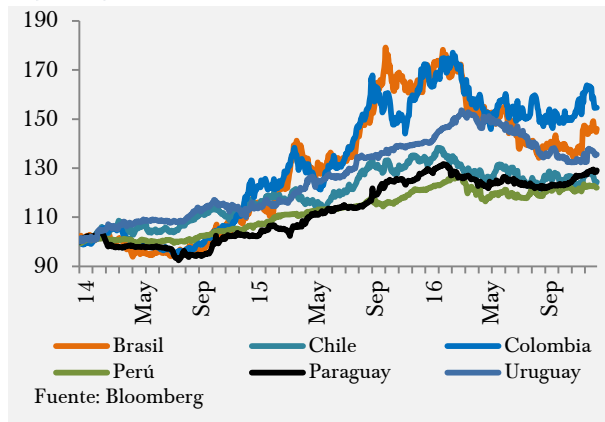
El total negociado al mes de noviembre en la bolsa de valores registró un crecimiento acumulado de 24,7%. Este resultado se explica por el incremento de las operaciones en el mercado secundario, cuya tasa acumulada fue 84,8%, que en parte fue atenuada por una caída en las operaciones acumuladas en el mercado primario (-15,8%). Del total negociado durante el año, 40,3% correspondió a transacciones en el mercado primario y 59,7% al mercado secundario (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre

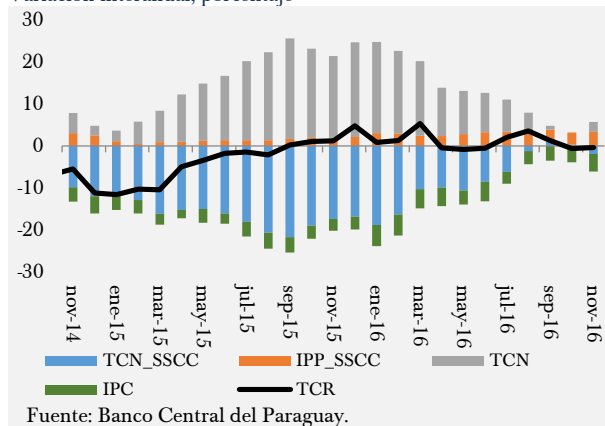
**Gráfico II.7**  
**Volumen negociado en la BVPASA**  
En Millones de Guaranies



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



**Gráfico II.9**  
**Tipo de cambio real multilateral**  
Variación interanual, porcentaje



títulos de renta fija. Del total de transacciones, en noviembre, la distribución es la siguiente: bonos subordinados (59%), bonos corporativos (23%), bonos públicos (9%), bonos financieros (5%), títulos de crédito (2%) y acciones (2%).

En noviembre la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 11,3% para las operaciones en moneda nacional y 7,1% para aquellas en moneda extranjera (12,3% y 6,7% en noviembre de 2015, respectivamente).

### Tipo de cambio

Conjuntamente con las principales monedas de la región, el guaraní se apreció con respecto al dólar durante gran parte del año 2016. Entre finales del 2015 y finales de octubre de 2016, el real brasileño se apreció (19,4%), como así también el peso chileno (7,8%), el peso colombiano (5,3%), el guaraní (2,1%) y el sol peruano (1,5%). No obstante, en las últimas semanas, estas monedas comenzaron a depreciarse, en línea con las mayores probabilidades de una suba de la tasa de la Fed y el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales. Así, entre finales de octubre e inicios del mes de diciembre el real se depreció (5,4%), como así también el peso chileno (1,0%), el sol peruano (1,0%) y el guaraní (1,9%). La excepción fue el peso colombiano, que se apreció 1,4% (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se mantuvo relativamente estable, con una leve depreciación de 0,31% entre setiembre y noviembre. En este periodo, tanto la depreciación del tipo de cambio nominal y la inflación de Paraguay fueron similares a las observadas para los socios comerciales (gráfico II.9).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

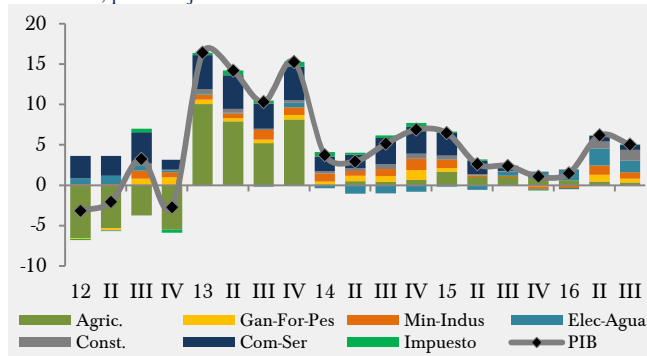
Sectores	Pond. 2015	2015				2016		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	18,9	7,7	5,4	7	4,8	2,8	2,4	2,4
Ganadería, forestal y pesca	6,5	7,9	-0,7	-0,6	-2,8	-0,8	14,3	5,6
Industria y minería	10,6	10,1	2	1,5	-2,6	-3,0	11,4	7,1
Electricidad y agua	10,7	-1,6	-4,7	4,9	8,2	11,8	20,0	13,2
Construcción	3,7	15,5	4,8	1,5	-1,6	2,7	23,0	33,6
Servicios	43,3	6,8	3,8	1,3	-0,1	-0,2	1,6	1,4
Impuestos a los productos	6,3	2,8	2	1,7	-1,3	-0,6	0,7	0,9
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>6,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>
<b>PIB sin Agric. y sin Bin.</b>	<b>72,2</b>	<b>7,4</b>	<b>3,2</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.1

**PIB: Sectores de Oferta**

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla III.2

**PIB: componentes de demanda**

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2015	2015				2016		
		I	II	III	IV	I	II	III
Demanda Interna	93,2	5,6	4,4	2,0	-0,9	-0,7	1,2	1,6
Consumo hogares	63,5	3,0	3,3	2,4	1,0	1,0	1,1	1,0
Consumo gobierno	9,5	13,0	7,3	4,0	2,4	-0,6	-4,0	-5,4
Formación Bruta de Capital	20,2	11,8	6,5	0,1	-7,3	-6,5	4,2	6,6
Exportaciones	55,8	2,8	-8,5	-7,7	1,9	-2,6	6,2	5,4
Importaciones	49,0	0,4	-7,8	-9,1	-2,0	-7,7	-3,0	-1,0
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>6,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay.

#### Actividad y demanda

En el tercer trimestre, la economía paraguaya ha mantenido el buen dinamismo y la mayor diversificación que se había observado a partir del segundo trimestre.

En el tercer trimestre, el PIB registró un incremento interanual del 5,0% (6,2% en el trimestre anterior). Con este resultado, la tasa acumulada al mes de setiembre se sitúa en 4,2%, levemente superior a la previsión de crecimiento para el 2016.

Por el lado de la producción, los sectores con mayores incidencias en el crecimiento del tercer trimestre fueron la producción eléctrica de las binacionales, la construcción, las manufacturas, la agricultura y la ganadería (tabla III.1).

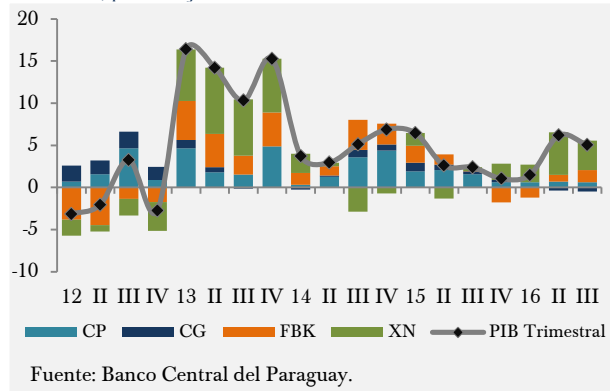
El sector agrícola, con la última actualización de los datos del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG), presentó un crecimiento interanual del 2,4% (igual que en el trimestre anterior), explicado principalmente por los mayores volúmenes de producción de la soja, el maíz y el tabaco. Se mantiene la estimación de cierre del año agrícola con niveles superiores al de 2015 (2,5%).

El sector “ganadería, forestal y pesca” verificó un crecimiento interanual de 5,6% (14,3% en el trimestre anterior). El resultado positivo se debió, en gran medida, al mayor volumen de faenamiento de ganado vacuno en los frigoríficos, favorecido a su vez por la mayor diversificación del mercado de exportación. Un factor que podría debilitar el desempeño del sector es la reducción del hato ganadero.

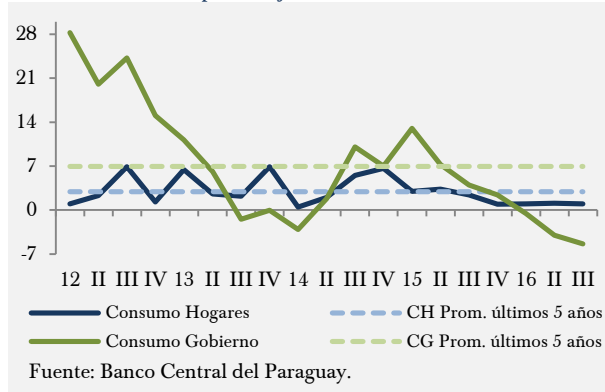
Por su parte, el sector de electricidad y agua (que incluye la producción de las binacionales) presentó nuevamente una importante expansión por quinto trimestre consecutivo, con una tasa de crecimiento interanual de 13,2%, muy superior al promedio de los últimos cinco años (2,4%). Con este resultado, el sector registró un importante crecimiento acumulado de 14,9% al tercer trimestre. La estimación de crecimiento de este sector se ubica en 12,2% para el 2016.

Con respecto a la industria manufacturera, la misma presentó un crecimiento interanual de 7,1% (11,4% en el trimestre

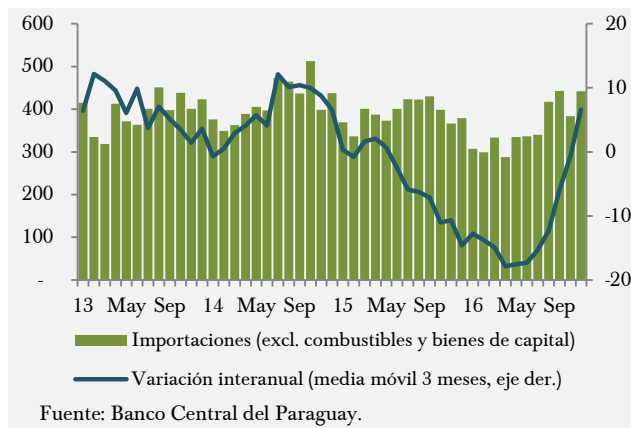
**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencia, porcentaje



**Gráfico III.3**  
**Consumo total**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.4**  
**Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)**  
Millones de dólares, variación interanual (porcentaje)



anterior) y una variación acumulada de 4,8% al tercer trimestre de 2016. Este resultado está vinculado principalmente al buen dinamismo de las industrias de alimentos como la producción de carne, lácteos, azúcar, molinería y panaderías, aceites, bebidas y tabacos. Asimismo, dentro de las otras industrias se destacaron la fabricación de productos no metálicos y productos químicos. Estos desenvolvimientos positivos fueron atenuados, en parte, por los menores niveles de producción de textiles, de papel, de metálicos y de maquinarias y equipos.

El sector de la construcción sigue mostrando un buen desempeño, registrando nuevamente un fuerte incremento interanual (33,6%) y alcanzando con esto un crecimiento acumulado de 20,1% al tercer trimestre del año. El fuerte impulso del sector se debe principalmente a la alta ejecución de obras del sector privado (edificios corporativos, departamentos y centros comerciales), como así también a la inversión física del gobierno central.

Finalmente, el sector de los servicios ha mostrado un crecimiento interanual de 1,4% (1,6% en el trimestre anterior). El resultado se sustenta en el desempeño de la actividad comercial, servicios a las empresas, servicios a los hogares y comunicaciones. En contraste, las principales incidencias negativas del trimestre provinieron de los sectores financiero y gobierno.

Desde la perspectiva del gasto, durante el tercer trimestre de 2016, la principal incidencia en el crecimiento del PIB provino nuevamente del sector externo (incremento interanual de las exportaciones netas de 77,8%). Asimismo, se registra un moderado repunte de la demanda interna (1,6% interanual), explicada principalmente por el desempeño favorable de las inversiones.

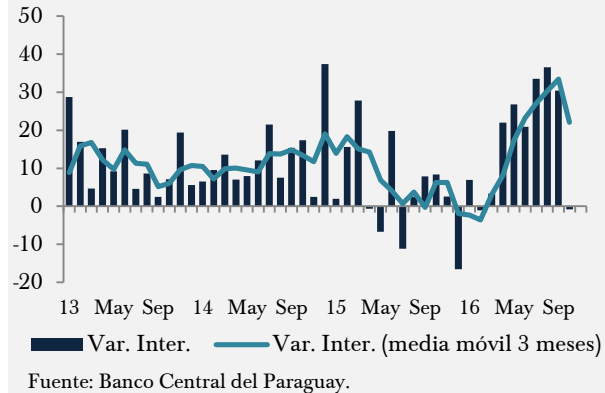
Entre los principales componentes de la demanda interna, se ha registrado un aumento de 0,2% en el consumo total y de 6,6% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales (tabla III.2).

Dentro del consumo total, el consumo público mostró una contracción interanual -5,4% (-4,0% en el segundo trimestre), explicada básicamente por el menor gasto salarial del gobierno (gráfico III.3). Por su parte, el consumo privado registró una variación interanual de 1,0%, similar a la tasa de los trimestres anteriores. La proyección del consumo privado

**Gráfico III.5**

**Indicador del sector construcción**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



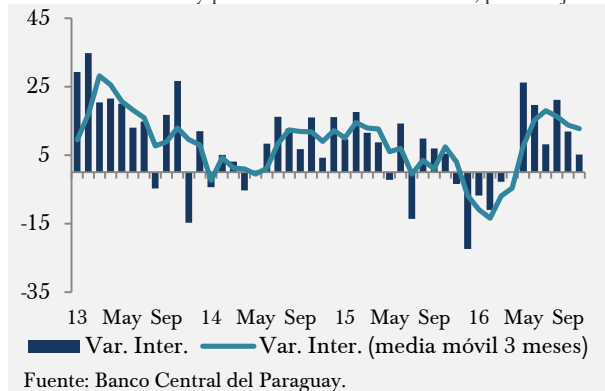
para el cierre del año se sitúa en 1,3%.

Esta moderación del consumo de los hogares se ha reflejado también en la evolución de los créditos al consumo y créditos al por menor. Adicionalmente, la significativa reducción de las compras con tarjeta de crédito, luego de la implementación del tope a las tasas de interés, afectó negativamente las ventas de determinados rubros comerciales. No obstante, en meses recientes se ha comenzado a observar una recuperación de las importaciones de bienes para consumo interno, por lo que podrían darse resultados más favorables en el último trimestre de 2016 (gráfico III.4).

**Gráfico III.6**

**Indicador de la inversión total**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

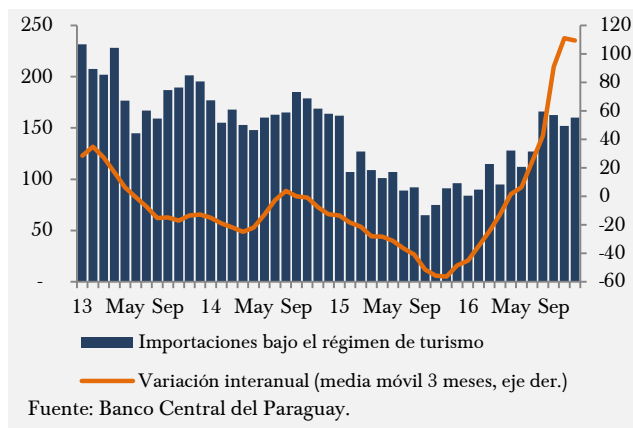


Por otra parte, el resultado de la FBK se explica por el importante crecimiento de la formación bruta de capital fijo (FBKF) (tabla III.2). La FBKF creció 9,7% en términos interanuales y se debe fundamentalmente a la expansión de las construcciones privadas acompañadas por el significativo incremento de la inversión pública. En contraste, continúan observándose resultados negativos de las inversiones en maquinarias y equipos, pero mostrando una relativa mejora en el margen. El comportamiento auspicioso de la FBK fue atenuado por la variación negativa de los inventarios, por la reducción del stock del sector agropecuario, a consecuencia del alto crecimiento de las exportaciones del sector y por la reactivación observada en el sector comercial.

**Gráfico III.7**

**Importaciones bajo el régimen de turismo**

Millones de dólares, variación interanual (porcentaje)



A su vez, por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios han verificado un crecimiento interanual de 5,4%, mientras tanto las importaciones mostraron una variación interanual de -1,0%. Con estos resultados, las exportaciones netas verificaron de nuevo un importante crecimiento interanual (77,8%).

De este modo, la demanda externa neta ha sido el componente de la demanda que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el tercer trimestre, con 3,5 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, debido en parte a la contracción de las importaciones. Por otro lado, la demanda interna incidió con 1,5 puntos porcentuales (contribución de 0,1 p.p. del consumo total y de 1,4 p.p. de la formación bruta de capital).

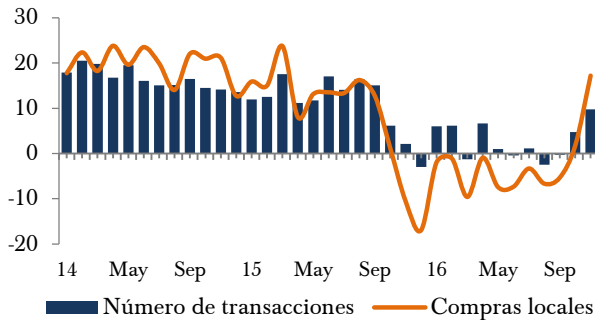
La actividad económica en general evoluciona en línea con las previsiones de cierre para el 2016, sostenida fundamentalmente por la importante dinámica de las



**Gráfico III.8**

**Compras y transacciones con tarjetas de crédito**

Variación interanual (porcentaje)

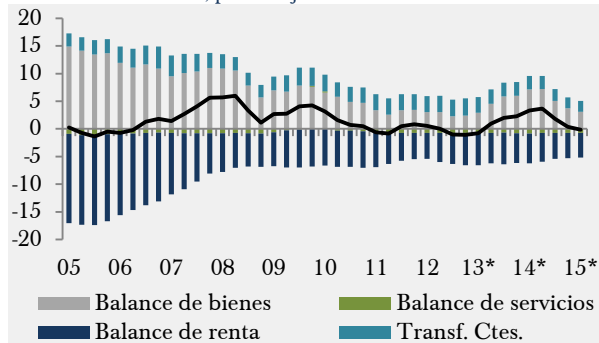


Fuente: Bancard.

**Gráfico III.9**

**Cuenta Corriente: Componentes y Saldo**

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



(\*) Cifras preliminares  
Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Tabla III.3**

**Cuenta Corriente**

	2015 *	2016 *	2017 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>-287,3</b>	<b>341,2</b>	<b>346,8</b>
Balanza Comercial	581,0	1.266,1	1.257,1
Exportaciones	10.897,8	11.167,3	11.317,4
Importaciones	-10.316,8	-9.901,2	-10.060,3
Servicios	-244,0	-222,2	-215,3
Renta	-1.296,5	-1.426,2	-1.454,7
Transferencia Corriente	672,2	723,5	759,7
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

construcciones (privadas y públicas) y de la generación de electricidad por parte de las binacionales. A esto se ha sumado también el buen desempeño de la industria.

Asimismo, se sigue observando un crecimiento significativo de las importaciones bajo el régimen de turismo (productos destinados principalmente a la reexportación), que está reflejando la recuperación del comercio de frontera (gráfico III.7).

Igualmente, dado que se mantiene el diferencial de precios, en determinados productos, con respecto a la Argentina y el Brasil (precios más bajos en Paraguay), esto continuaría estimulando el flujo comercial en el lado paraguayo.

Finalmente, es importante señalar la recuperación en el monto de compras con tarjeta de crédito en los últimos meses (octubre y noviembre), lo que también podría contribuir, en parte, a mejorar el desempeño del consumo privado (gráfico III.8).

**Cuenta Corriente**

Conforme a la mayor disponibilidad de datos observados del comercio exterior para el año 2016, las estimaciones de la cuenta corriente fueron revisadas respecto al IPoM anterior, dando cuenta de una balanza comercial más positiva.

Estos resultados se dan como consecuencia de una revisión al alza de las exportaciones en su componente de reexportaciones, motivados por una mayor comercialización en la frontera, estimulados por un diferencial de precios favorable a las ventas a extranjeros en Paraguay.

Por el lado de las importaciones las estimaciones se revisaron a la baja como consecuencia de menores niveles en las importaciones registradas por la Dirección Nacional de Aduanas (DNA), que a pesar de mostrar un ritmo de recuperación importante a lo largo del año, no estarían alcanzando las expectativas iniciales. Esta revisión arroja como resultado una Balanza comercial estimada de USD 1.266 millones superior en USD 212 millones a lo estimado en el informe anterior.

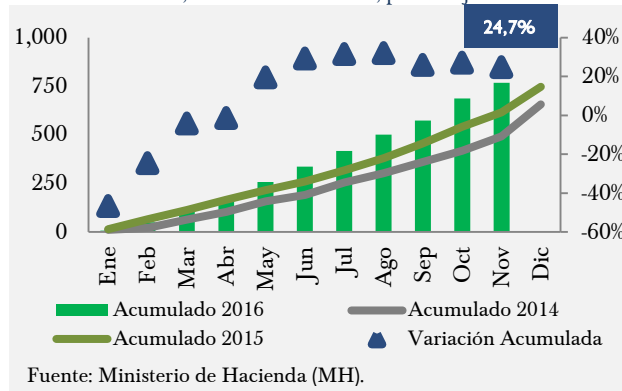
Teniendo en cuenta estas revisiones, y en menor medida, también los ajustes en los niveles del PIB expresado en dólares, el saldo en cuenta corriente para el año 2016 se ubica

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

	Nov. 2015	Nov. 2016	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>23.428,5</b>	<b>25.551,2</b>	9,1%
Ingresos tributarios	16.609,0	17.743,8	6,8%
Otros ingresos	6.819,5	7.807,5	14,5%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>21.893,4</b>	<b>22.707,5</b>	3,7%
Remuneración a los empleados	11.175,9	11.157,7	-0,2%
Uso de bienes y Servicios	2.054,6	2.165,0	5,4%
Prestaciones Sociales	3.365,2	3.529,7	4,9%
Otros Gastos	623,7	761,1	22,0%
<b>Adquisición Neta de Activos No Financieros</b>	<b>3.088,4</b>	<b>3.852,8</b>	24,7%
<b>Balance Operativo</b>	<b>1.535,1</b>	<b>2.843,8</b>	
<b>Préstamo neto/Endeudamiento neto</b>	<b>-1.553,3</b>	<b>-1.009,0</b>	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

**Gráfico III.10**  
**Inversión física de la Administración Central**  
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

con un superávit de USD 341 millones (1,3% del PIB), superior al estimado en setiembre (0,5 % del PIB).

Por su parte, para el año 2017 se proyectan leves crecimientos tanto en los niveles de las exportaciones como de las importaciones; en el caso de las exportaciones motivadas por una expectativa de incremento, principalmente en volúmenes teniendo en cuenta que los precios de nuestros principales rubros se mantendrían estables; y en el caso de las importaciones, se espera una recuperación en línea con las mejores perspectivas del consumo privado y con la dinámica observada en el periodo reciente.

Con este escenario se estima que la cuenta corriente cierre para el año con un superávit del orden del 1,2% del PIB (tabla III.3).

### Finanzas públicas

El comportamiento de los ingresos del fisco se mantuvo en línea con el dinamismo de la actividad económica. Con respecto al gasto, se sigue observando una mejora en la composición.

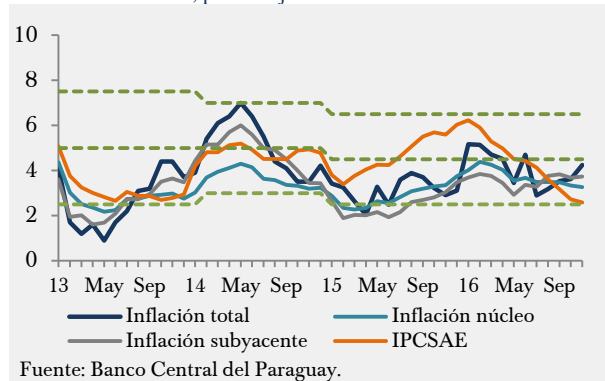
El ingreso total recaudado a noviembre ascendió a 25,5 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 9,1%. La mayor parte de este aumento se explica por el crecimiento de los ingresos tributarios cuya incidencia en el total recaudado fue de 4,8 puntos porcentuales. Los restantes 4,2 puntos porcentuales corresponden a los ingresos no tributarios (contribuciones sociales, regalías y compensación de Itaipú y Yacyretá, donaciones, etc.) (tabla III.4).

A noviembre los ingresos tributarios acumularon un crecimiento de 6,8% respecto al mismo periodo de 2015, tasa levemente superior a la observada en el IPoM de setiembre (6,5%). Por su parte, los ingresos no tributarios mostraron un crecimiento acumulado del 14,5% a noviembre de 2016.

El gasto total obligado a noviembre totalizó 22,7 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 3,7% respecto al acumulado a noviembre de 2015. Éste crecimiento es superior al registrado en el último IPoM (2,8%). Con relación al gasto en remuneración a empleados, se observa una disminución del 0,2% a noviembre, esta cifra es inferior al crecimiento de 0,7% del último IPoM y está muy por debajo del promedio

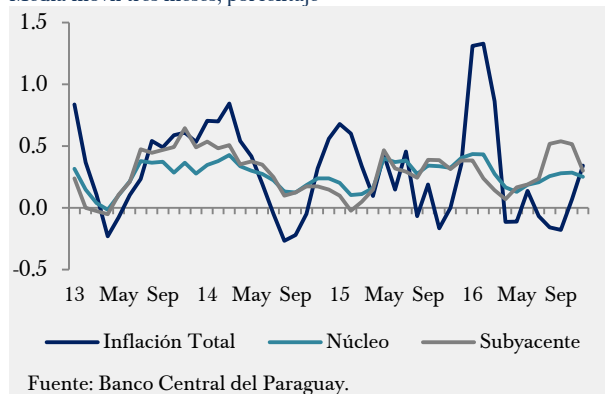
**Gráfico III.11**  
**Indicadores de inflación**

Variación interanual, porcentaje



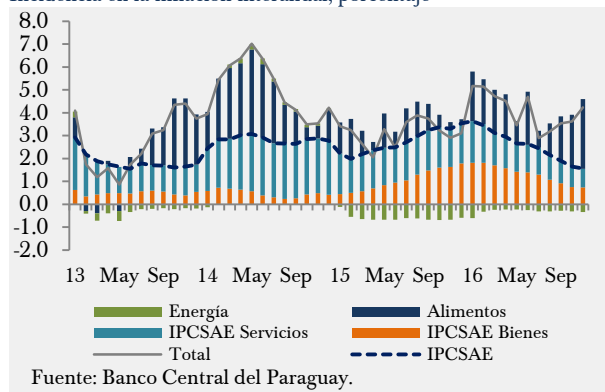
**Gráfico III.12**  
**Inflación mensual**

Media móvil tres meses, porcentaje



**Gráfico III.13**  
**IPC sin alimentos y energía**

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



observado en los últimos 10 años (14,3%).

La Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un crecimiento acumulado de 24,7% al mes de noviembre (32,1% en el informe anterior) (gráfico III.10).

Finalmente, el déficit fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central fue 1.009 mil millones de guaraníes a noviembre (0,66% del PIB), en términos anualizados este resultado equivale al 1,3% del PIB, lo cual está en línea con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

### Evolución de los precios

A partir del último informe, la inflación total se ha incrementado, fundamentalmente por el aumento de precios de algunos productos alimenticios. No obstante, la inflación núcleo continuó mostrando una trayectoria a la baja.

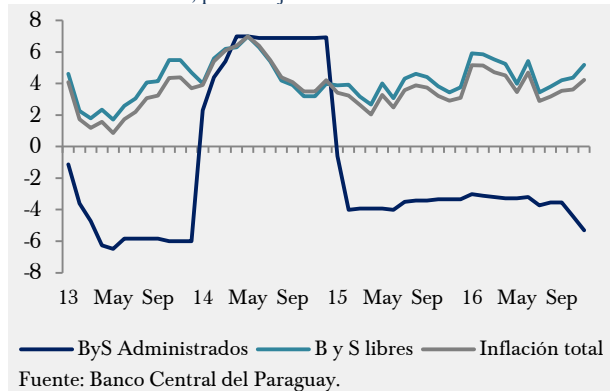
La inflación total registró una variación interanual de 4,2% en el mes de noviembre, mayor al 3,5% observado en setiembre. El promedio entre octubre y noviembre se situó en 3,9%, superior al 3,2% verificado en el tercer trimestre, pero inferior al promedio observado en el segundo trimestre (4,2%).

En la agrupación de alimentos, se destacaron los aumentos de precios de los rubros volátiles de la canasta y de la carne vacuna, como así también de los cereales y derivados, aceites, productos lácteos, azúcar, entre otros. Por otro lado, se registró una reducción del precio del gasoil, lo que a su vez ha posibilitado una disminución del precio del pasaje urbano e interurbano.

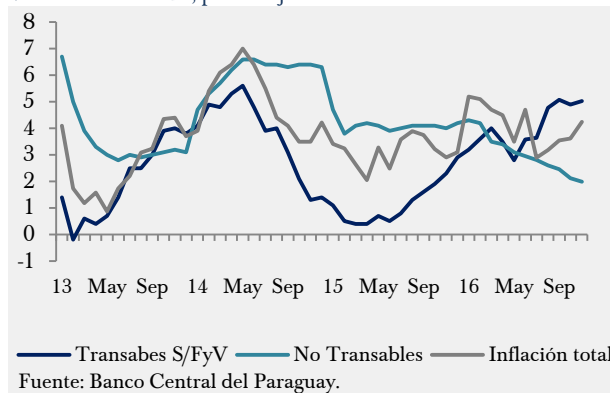
Por su parte, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,7% y 4,9%, por encima de las registradas en el tercer trimestre del año 2016 (3,6%, 4,8%, respectivamente).

Como ya se había señalado en el IPoM anterior, el aumento observado en las medidas subyacentes se debe fundamentalmente al incremento del precio de la carne vacuna, explicado en gran medida por factores de oferta. De hecho, las medidas subyacentes que excluyen carne vacuna siguen mostrando un comportamiento a la baja. En línea con ello, la inflación núcleo mostró nuevamente un

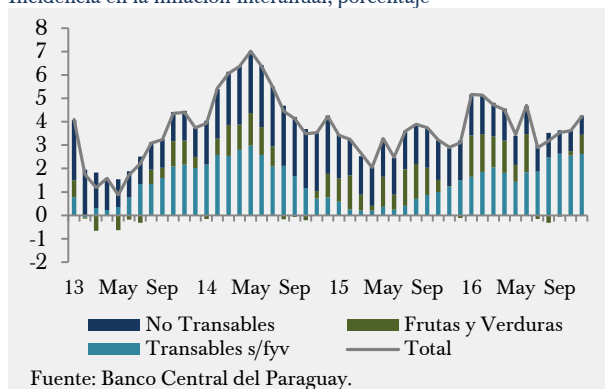
**Gráfico III.14**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.15**  
**Inflación de bienes transables y no transables**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.16**  
**Inflación de bienes transables y no transables**  
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



comportamiento levemente a la baja, promediando una tasa del 3,3% entre octubre y noviembre (3,5% en el tercer trimestre) (gráfico III.11).

En términos mensuales, la inflación promedio entre octubre y noviembre fue 0,4%, por encima de lo observado entre julio y setiembre (-0,2), y de lo registrado en el trimestre abril-junio (0,1%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas mensuales de 0,2% y 0,3%, respectivamente, en tanto las registradas entre julio y setiembre de 2016 fue de 0,3% y 0,5%, respectivamente (gráfico III.12).

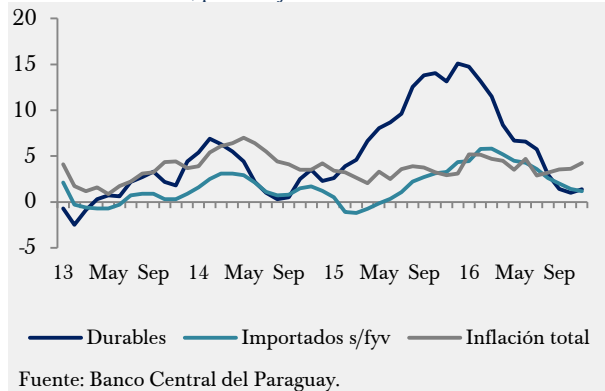
Con respecto al IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el último periodo (octubre-noviembre) promedió una tasa interanual de 2,7%, menor al promedio registrado en el último IPoM que fue del 3,6%. El comportamiento está explicado por la disminución observada en el IPCSAE servicios, cuya tasa de variación interanual se redujo de 3% en el tercer trimestre a 2,3% en el periodo de referencia actual. Esto como consecuencia de la disminución de precios del pasaje urbano e interurbano, que está ligado al comportamiento del precio internacional del petróleo (gráfico III.13).

Por su parte, entre octubre y noviembre, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -4,9%, inferior a la observada en el tercer trimestre (-3,6%). En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 4,8% (3,8% en el tercer trimestre del 2016) (gráfico III.14).

Con relación a la inflación de bienes no transables, la misma ha seguido reduciéndose. Entre octubre y noviembre promedió una tasa interanual de 2,1%, por debajo de lo observado en el tercer trimestre (2,6%). Se destacaron los incrementos de precios en alquileres, gastos de salud, servicio de telefonía línea móvil, alojamiento en hoteles, paquetes turísticos, entre otros. No obstante, la inflación de transables (sin frutas y verduras) se ha incrementado de 4,5% en el tercer trimestre a 5% para el periodo de referencia actual (gráfico III.12) (gráfico III.15).

Por otro lado, los precios de los bienes duraderos, si bien se incrementaron levemente en el último mes, el promedio de la variación interanual de octubre y noviembre (1,2%) sigue por debajo de la tasa observada en el tercer trimestre (2,7%). Estos bienes, en su mayor parte son importados, por lo que están

**Gráfico III.17**  
**Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras**  
Variación interanual, porcentaje

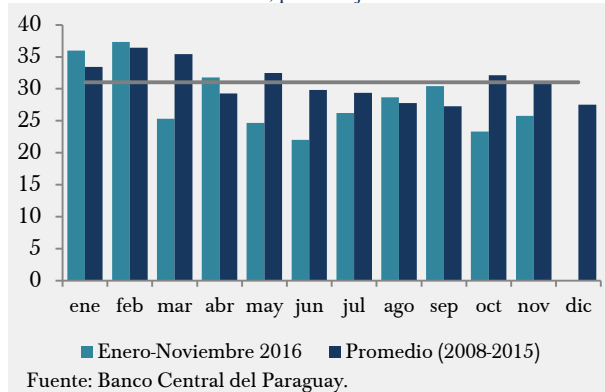


estrechamente vinculados a la evolución del tipo de cambio (gráfico III.17).

Con relación a los bienes derivados del crudo, la apreciación del guaraní respecto al dólar americano y los menores precios del petróleo (con respecto al 2015) durante gran parte del año posibilitaron la reducción de los precios de sus derivados en el mercado interno, específicamente de las naftas y el gasoil, permitiendo también un ajuste a la baja del precio del pasaje urbano e interurbano.

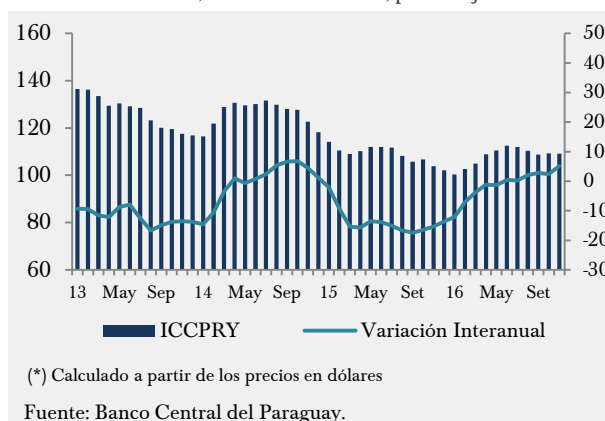
Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual) promedió en este periodo un 24,6%, inferior al promedio observado en el tercer trimestre que fue de 28,4%, y también por debajo del promedio histórico (31,7%) (gráfico III.18).

**Gráfico III.18**  
**Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,375)**  
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



El Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), se ha incrementado levemente en los últimos meses. En términos mensuales, entre octubre y noviembre, la variación fue 0,2%, superior a la variación promedio observada en el tercer trimestre (-1,1%). Este resultado se explicó principalmente por el aumento de los precios internacionales del maíz, aceites, azúcar, carne, entre otros. Por su parte, la variación interanual promedio para este periodo fue 3,8%, superior al 1,7% del tercer trimestre (gráfico III.19).

**Gráfico III.19**  
**Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (\*)**  
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de noviembre, se ubican en 3,75% para el cierre del año, mientras que para el horizonte de política monetaria se mantienen ancladas a la meta del 4,5% anual.



## IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

### Escenario base de proyección

La economía mundial muestra una cierta mejora en su ritmo de crecimiento, aunque se mantienen algunos riesgos a la baja por la incertidumbre política en algunas economías. Las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado tanto para el 2016 como para el 2017, ubicándose en 2,5% y 2,8% respectivamente (2,4% y 2,7% en el IPoM anterior). Para el 2018, las previsiones indican una expansión mayor (3,5%) (tabla IV.1).

En cuanto a Estados Unidos, las proyecciones indican un mayor dinamismo para 2016, con un crecimiento del PIB de 1,6% (1,5% en el informe anterior). En cambio, las proyecciones para el año 2017 se mantienen estables en 2,2%. Las perspectivas para la Eurozona se muestran similares, con un crecimiento de 1,6% y 1,4% para 2016 y 2017, respectivamente (datos iguales al IPoM de setiembre).

Entre las economías emergentes se destaca China, cuyas estimaciones de crecimiento han mejorado para este año y el próximo, 6,7% y 6,4% para 2016 y 2017. En el informe anterior se estimaron tasas de 6,6% y 6,3%, respectivamente. Esta mejora en las estimaciones de China se mantendrá en función a las condiciones del entorno externo relevante para esa economía.

En cuanto a la región, Brasil muestra un deterioro en sus previsiones de crecimiento, con respecto al informe anterior. Para el presente año se estima una variación anual de -3,4%, caída superior a la prevista en setiembre (-3,3%). Para el 2017, la estimación se ubica en 0,7%, por debajo del 0,8% anterior. Esto es coherente con los últimos datos de la encuesta Focus, que dan cuenta de una corrección a la baja. Argentina también presenta revisiones a la baja en sus proyecciones de crecimiento, de -1,5% a -2,0% para 2016 y de 3,0% a 2,9% para el siguiente año. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur se revisaron a la baja para 2016 y 2017.

Por su parte, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios comerciales se mantuvieron estables (0,6% para 2016 y 2,0% para 2017) (tabla IV.1).

**Tabla IV.1**  
**Crecimiento mundial**  
Variación anual, porcentaje

	2015 (e)	2016 (f)	2017 (f)	2018 (f)
Mundo	3,0	2,5	2,8	3,5
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	2,2
Eurozona	2,0	1,6	1,4	1,5
China	6,9	6,7	6,4	6,1
Brasil	-3,8	-3,4	0,7	1,8
Argentina	2,4	-2,0	2,9	2,9
Socios comerciales	0,3	0,6	2,0	2,4
Socios Mercosur	-2,1	-2,7	1,1	2,1

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast hasta 2017.

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 (octubre de 2016), hasta 2017.

Para 2018 se utiliza Bloomberg y FMI.

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

	2016	2017(f)	2017(i)
Sector Primario	3,1	2,4	0,6
Agricultura	2,5	2,0	0,4
Ganadería	4,5	3,8	0,2
Otros Primarios	7,0	2,1	0,0
Sector Secundario	9,5	4,1	1,1
Manufactura	3,9	3,8	0,4
Construcción	18,0	7,7	0,3
Electricidad y Agua	12,2	3,1	0,4
Sector Terciario	1,3	4,0	1,7
Gobierno General	-2,5	2,0	0,2
Comercio	1,2	2,8	0,4
Comunicaciones	-0,2	3,5	0,1
Otros Servicios <sup>3</sup>	3,6	6,2	1,0
Impuestos	3,5	4,8	0,3
PIB a precios de mercado	4,0	3,7	
PIB sin agricultura, ni binacionales	3,1	4,2	

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

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

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,0	3,7
Demanda Interna	1,7	1,1	3,4
Formación bruta de capital	1,2	2,5	5,5
Formación bruta de capital fijo	2,2	5,0	5,5
Consumo total	1,9	0,7	2,8
Consumo privado	1,5	1,3	2,9
Consumo público	4,3	-3,0	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	3,0	2,5
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-2,5	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,1	1,3	1,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,5	16,6	17,8
FBKF (% del PIB real)	18,7	18,9	19,2

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

<sup>3</sup> Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se estima una inflación mayor a lo estimado en el IPoM anterior. Se espera una inflación de 1,3% para 2016 y 2,4% para 2017 (1,2% y 2,2% IPoM anterior). Por otro lado, en la Eurozona las proyecciones de inflación se mantienen similares al informe anterior, para el presente año la inflación ascendería a 0,2% y para el 2017 se ubicaría en 1,3%.

En la región, se redujeron las expectativas de inflación para Brasil. Se espera que presente una tasa de inflación de 6,49% a fines de 2016 y 4,90% en el 2017, en el informe anterior las tasas esperadas fueron 7,25% y 5,07% para 2016 y 2017, respectivamente. Las estimaciones para Argentina indican que la inflación se ubicaría en 39,4% para 2016, levemente por debajo al dato del IPoM anterior (39,6%); en cambio para el 2017, las proyecciones de inflación se ubican en 21,2%, por encima del 20,5% del informe de setiembre.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 0,5% y 1,1% para el cuarto trimestre de 2016 y 2017, respectivamente. El rendimiento del 2016 se mantiene en el mismo nivel que el reportado en el informe anterior; en cambio, el rendimiento del año 2017 se encuentra por debajo del dato publicado en el IPoM de setiembre (1,2%).

Con respecto al escenario doméstico, la proyección de crecimiento para el 2016 se mantuvo con respecto al informe anterior, en 4,0%, con una ligera recomposición a nivel sectorial. La tasa de crecimiento del sector primario se redujo, en tanto que aumentaron para los sectores secundario y terciario. Para el 2017 se prevé un crecimiento del PIB de 3,7% sustentada principalmente en la expansión que tendrían el comercio, comunicaciones, gobierno general, servicio a las empresas y a los hogares, entre otros. Además, la industria manufacturera y las construcciones tendrán una incidencia importante en el crecimiento del próximo año (tabla IV.2). Por el lado del gasto, el consumo privado y la inversión serían los principales factores de crecimiento. Asimismo, el consumo público mostraría una recuperación en el 2017, luego de la caída observada en el presente año. La demanda externa también tendría una contribución positiva al PIB, aunque menor a la del 2016 (tabla IV.3).

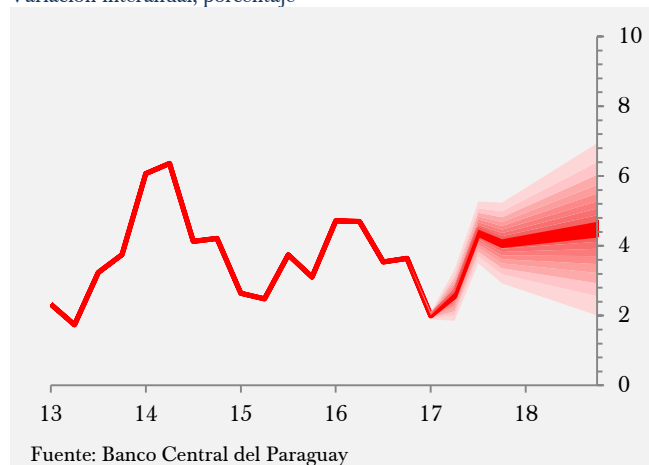


**Tabla IV.4**  
**Proyección de la inflación**  
Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,0	3,8	4,3	
Inflación IPC diciembre (**)	3,1	3,6	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,5	3,5	4,3	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,5	3,6	4,1	
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 2018.

**Gráfico IV.1**  
**Proyección de inflación**  
Variación interanual, porcentaje



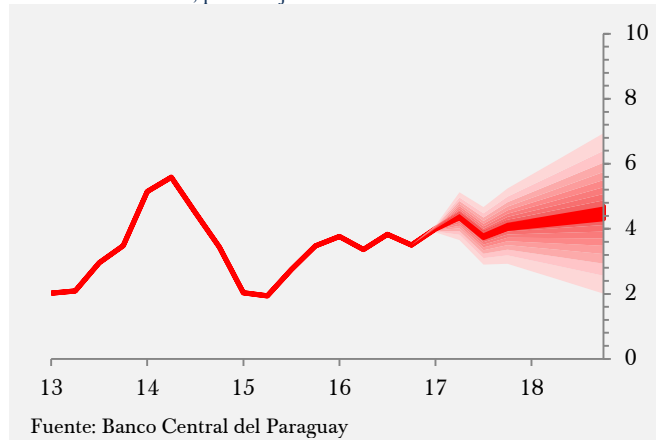
En cuanto a los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en 3,6% para el cierre del año, superior a la del informe anterior (3,3%) (tabla IV.4). Este cambio se explica en gran medida por un aumento de los precios de algunos bienes del rubro alimenticio, principalmente de los productos volátiles, que incrementaron la inflación del último trimestre por encima de la pronosticada previamente. Por otro lado, la proyección de la inflación subyacente para 2016 se sitúa en 3,5%, ligeramente mayor al trimestre previo, básicamente por una leve depreciación del guaraní reflejada en los precios de los bienes importados. En adelante, la trayectoria se mantendrá estable en los próximos dos años. Para el 2017, no se esperan cambios en las proyecciones. La inflación total se ubicará por encima del 4% a partir de mediados del próximo año, con una convergencia gradual a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política monetaria, en esta ocasión, el cuarto trimestre del 2018 (gráficos IV.1 y IV.2).

### Escenarios de Riesgo

El escenario base muestra aquellos eventos con una probabilidad de ocurrencia mayor. Sin embargo, existen otros riesgos menos probables que podrían desviar a la inflación doméstica de su trayectoria esperada.

En el plano internacional, un evento resaltante en el último periodo fue la elección presidencial en Estados Unidos, cuyo resultado incrementó la incertidumbre en los mercados financieros, pero que posteriormente fue moderándose, debido a una postura más mesurada en cuanto a las políticas (económicas y migratorias) a implementarse, con respecto a las inicialmente planteadas durante la campaña electoral. En este contexto, y dada las señales más claras de una recuperación sólida de la economía, la Reserva Federal decidió reanudar, en su reunión de diciembre de 2016, el proceso de normalización de su tasa de política monetaria iniciada a finales de 2015 y previéndose una senda de aumentos graduales el próximo año. En este punto, un riesgo relevante a considerar es un ritmo de ajustes más rápido al previsto actualmente, aunque esto dependerá de la evolución de la actividad económica, el mercado laboral y las perspectivas inflacionarias. Bajo este escenario, el costo de fondeo de las economías emergentes y las presiones sobre sus monedas también

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



podrían incrementarse a un mayor ritmo en el transcurso del 2017.

Por su parte, en Europa, se mantienen las tensiones en el ámbito político. No obstante, la incertidumbre asociada al proceso del *Brexit* se ha reducido en el corto plazo, dado el planteamiento dentro del gobierno de diseñar los mecanismos necesarios para una salida ordenada.

Entre las economías emergentes, China parece haber logrado una tendencia estable de crecimiento, sustentado en la inversión privada en el sector inmobiliario, acompañada por las medidas de estímulo aplicadas por el gobierno. Esta situación ha reducido los riesgos de corto plazo.

En el contexto regional, las señales positivas respecto de la recuperación de la economía brasileña se han debilitado en los últimos meses, lo cual se ha reflejado en las sucesivas correcciones a la baja en las perspectivas de crecimiento del 2017. Además, la implementación efectiva de la reforma fiscal sigue enfrentando desafíos importantes, dada la compleja situación política por la que atraviesa actualmente el gobierno. La solidez de su recuperación dependerá de manera crucial de la reducción de la incertidumbre política y económica.

Por otro lado, Argentina continúa en un complicado proceso de transición económica, cuyo costo está siendo más elevado al esperado inicialmente. En el 2017, la moderación de la inflación, la mayor apertura comercial y financiera, como así también la adopción de medidas económicas más propicias contribuirían a la recuperación de la actividad económica. Un desafío importante que seguirá enfrentando el próximo año es la consolidación fiscal.

Otro factor de riesgo a considerar es la evolución de los precios del petróleo en los próximos meses, dado que recientemente han comenzado a incrementarse en los mercados internacionales, como resultado de acuerdos entre los principales productores mundiales para recortar la producción. En la medida que estos compromisos se cumplan, los precios podrían seguir aumentando, lo cual asociado a un escenario de fortalecimiento del dólar, representaría un elemento de presión sobre los precios internos de los países importadores de petróleo y/o

combustibles derivados del mismo.

En el plano doméstico, el factor de riesgo más relevante es la evolución del tipo de cambio, que como se ha señalado, dependerá en gran medida de los próximos pasos que adopte la Reserva Federal durante el 2017. No obstante, dado que se trata de un shock transversal a todas las economías, el impacto sobre la dinámica de precios internos dependerá, en todo caso, del comportamiento del tipo de cambio real con respecto a los principales socios comerciales.

Asimismo, como se ha señalado en los informes previos, la reversión de los diferenciales de precios con relación a Argentina (más bajos en Paraguay) sigue generando un importante flujo de ventas en las zonas fronterizas, lo que está contribuyendo adicionalmente al impulso de la actividad comercial. No obstante, en la medida que esta demanda aumente, los precios de determinados productos locales podrían incrementarse, aunque esto dependerá también de la capacidad de producción doméstica para satisfacer el incremento de la demanda adicional.

En lo que se refiere a Brasil, el comercio bilateral sigue siendo favorable. A pesar de la frágil situación económica de la economía brasileña, las exportaciones de Paraguay a dicho país se incrementaron durante el 2016. Asimismo, las reexportaciones han mostrado una recuperación significativa en los últimos meses, explicada principalmente por la apreciación del real brasileño con respecto al dólar. En este sentido, si bien las perspectivas de crecimiento se han debilitado, la evolución del valor de la moneda brasileña también será un elemento importante en la consolidación de la dinámica reciente del comercio fronterizo en el 2017.

Por otra parte, es importante señalar que recientemente se aprobó un nuevo mecanismo de actualización del salario mínimo, que contempla ajustes con una periodicidad anual, a diferencia de la regla anterior en la que el tratamiento se realizaba una vez que la inflación acumulada desde el último cambio alcanzara 10% y que en los últimos años posibilitó actualizaciones, en promedio, cada 30 meses. La nueva regla permitirá ajustes más frecuentes, lo que podría generar en cierta medida un aumento de la persistencia de la inflación cuando la economía enfrente los efectos de algunos shocks externos o internos, dado que limita el



periodo de tiempo para acomodar estos shocks. No obstante, dado que en los últimos años Paraguay ha mantenido una inflación baja, principalmente en el periodo de implementación del esquema de metas de inflación, no se espera que la nueva regla comprometa el cumplimiento de la meta del 4,5% anual.

Dados los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra en equilibrio. No obstante, el Comité seguirá atento a la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación a 4,5% anual en el horizonte relevante de proyección.

## Recuadro I: Perspectivas económicas del escenario externo relevante para Paraguay

### Introducción

Paraguay, como una economía pequeña y abierta, está expuesto a los efectos de los *shocks* externos, principalmente a través del canal comercial. En este sentido, son importantes los ciclos económicos de los socios comerciales y la evolución de los precios de los *commodities* en los mercados internacionales. Los cambios en las condiciones financieras internacionales también son importantes, tanto por los efectos sobre el costo de fondeo y/o sobre el valor de la moneda.

En este contexto, el objetivo de este recuadro es analizar el escenario económico esperado para los próximos años, tanto para los principales socios comerciales de Paraguay, como así también de los precios de *commodities*, con el fin de evaluar la evolución más probable de la demanda externa relevante para Paraguay y de los ingresos de exportación, supuestos que también sirven de referencia para la estimación de crecimiento del PIB del 2017. Adicionalmente, se presenta una breve descripción del comportamiento previsto de las tasas de interés internacionales.

### Perspectivas de crecimiento de los socios comerciales

En primer lugar, es preciso señalar que el principal socio comercial de Paraguay es Brasil, con una participación cercana al 33% en el total de las exportaciones registradas entre el 2014 y noviembre 2016. Por rubro, los principales productos exportados a este país fueron energía eléctrica, cereales y semillas de frutos oleaginosos. Excluyendo la energía eléctrica, la participación de Brasil se sitúa en 17% para el periodo mencionado. Asimismo, un componente importante del comercio con Brasil son las reexportaciones<sup>4</sup>, que fundamentalmente se refieren a la venta de productos importados en las ciudades fronterizas con dicho país. Las estimaciones del FMI (WEO octubre 2016) para la economía de Brasil señalan una contracción del PIB de 3,3% para el año 2016. Para el 2017, se prevé una recuperación (0,5% de

crecimiento del PIB), aunque el escenario económico y político se mantiene sumamente complejo. En el corto plazo, la fortaleza de esta recuperación estará en gran medida supeditada a la reducción de la incertidumbre política, como así también a las medidas macroeconómicas, tales como una relajación de las condiciones monetarias. Por su parte, la reforma fiscal (tope para el gasto público) reduciría los riesgos fiscales y estimularían el crecimiento de mediano plazo de la economía.

**Tabla I.**

**Previsiones de crecimiento del PIB**

	Brasil		Rusia	
	2016	2017	2016	2017
FMI	-3,3%	0,5%	-0,8%	1,1%
BBVA Research	-3,0%	0,9%	-	-
Consensus	-3,4%	0,8%	-0,6%	1,2%

Fuente: FMI-WEO (oct. 2016), BBVA Research (nov. 2016) y Consensus Forecast (dic. 2016)

Por otra parte, Rusia es el segundo destino de exportación de productos paraguayos. La participación de este país en el valor exportado fue en promedio 9,2% entre 2014 y noviembre 2016. Los principales productos exportados a este país fueron carne y soja. El FMI (WEO octubre 2016) estima para la economía de Rusia una contracción del PIB de 0,8% en 2016. Para el 2017 se prevé un crecimiento de 1,1%. Con respecto a su moneda, durante este año, el rublo se apreció en torno al 10% con respecto al dólar, luego de la significativa depreciación registrada en el 2014 y 2015.

En tercer lugar se ubica Argentina, con una participación promedio de 8,4% en las exportaciones registradas en el periodo 2014- noviembre 2016. Los principales rubros exportados a Argentina en este periodo fueron energía eléctrica, aceite y harina de soja y semillas de frutos oleaginosos. Al excluir energía eléctrica, la participación se reduce a 4,9%. En cuanto a las estimaciones de crecimiento, el FMI proyecta una contracción del PIB de 1,8% para el año 2016 y un crecimiento de 2,7% para el 2017. Esta perspectiva positiva para el 2017 se debe en parte a la

<sup>4</sup> Entre 2014 y 2016, las reexportaciones representaron, en promedio, 24% de las exportaciones totales (las registradas más las reexportaciones). Una gran parte de esta partida tiene como destino el mercado brasileño.

desaceleración de las expectativas de inflación como resultado de la política monetaria contractiva del Banco Central y la adopción de un esquema de metas de inflación para el 2017. Sin embargo, persisten desafíos para la consolidación fiscal, lo cual podría afectar las perspectivas de mediano plazo.

Chile ocupa el cuarto lugar como destino de exportación de productos paraguayos. La participación de este país en el valor exportado fue en promedio 6,7% durante el periodo 2014- noviembre 2016. Los principales productos exportados a este país fueron carne, harinas y cereales. Estimaciones del FMI indican que Chile cerraría el 2016 con un crecimiento del 1,7%, cifra inferior al 2,3% observado en 2015. Esta desaceleración se explica principalmente por la menor demanda externa y el debilitamiento del sector minero. En el 2017 se prevé un crecimiento del PIB de 2%, considerando la recuperación del sector minero y un desempeño similar al observado en 2016 en los demás sectores.

**Tabla II.**

**Previsiones de crecimiento del PIB**

	Argentina		Chile	
	2016	2017	2016	2017
FMI	-1,8%	2,7%	1,7%	2,0%
BBVA	-2,0%	3,2%	1,7%	1,8%
Consensus	-2,3%	2,9%	1,6%	2,1%

Fuente: FMI-WEO (oct. 2016), BBVA Research (nov. 2016) y Consensus Forecast (diciembre 2016).

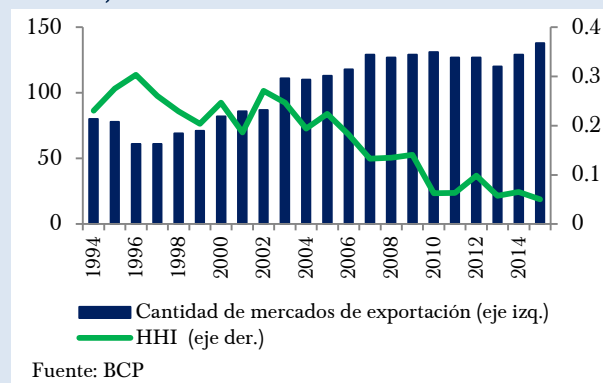
### Diversificación de mercados de exportación

Si bien estos países son los principales socios comerciales de Paraguay, es importante destacar la diversificación de los mercados de exportación que se ha logrado en los últimos 15 años, lo que implica, en parte, una menor dependencia del desempeño económico de un determinado número de países. Para analizar el grado de concentración de la exportaciones en términos de mercados de destino se utilizó el Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), el cual pasó de 0,24 en el año 2000 a 0,06 en el año 2015<sup>5</sup> (gráfico I). Considerando el criterio de Lima y Álvarez (2008) esto implica pasar de “mercado concentrado” a “mercado

diversificado”<sup>6</sup>. Asimismo este resultado se refleja en el aumento del número de países a los que Paraguay exporta, de 82 a 139 países entre el 2000 y 2015.

**Gráfico I.**

**Concentración de mercados de exportación**  
Cantidad, Índice

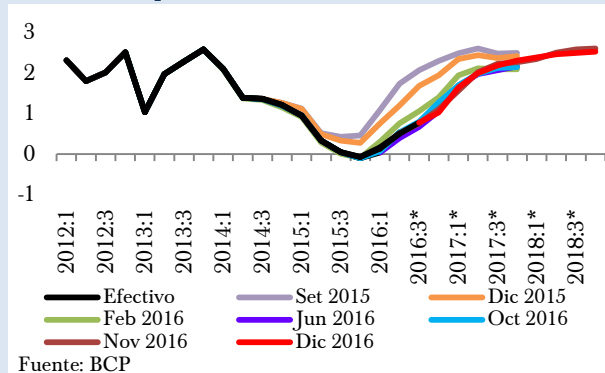


Esta mayor diversificación de los destinos implica que otros países deben ser considerados en el análisis, para realizar una mejor evaluación del comportamiento probable de la demanda externa relevante para Paraguay. A ese efecto, se ha construido un indicador agregado del crecimiento del “PIB de los socios comerciales”, el cual considera las tasas de crecimiento observadas y proyectadas para cada país, y utiliza como ponderadores los pesos de cada uno de ellos en el total de las exportaciones registradas de Paraguay. El gráfico II muestra el crecimiento observado hasta el segundo trimestre 2016 (línea negra) y las líneas en colores las proyecciones en cada momento del tiempo. En primer lugar, se observa que los pronósticos fueron ajustándose a la baja durante el 2016, aunque estabilizándose a partir de mediados de año. Las proyecciones para el 2016 indican que el PIB de los socios comerciales crecerá 0,6% en 2016, mientras que para el 2017 y 2018 se prevé tasas más favorables (2% y 2,5%). Estas mejores perspectivas podrían contribuir a mejorar el desempeño de las exportaciones en los próximos años, supuesto que efectivamente ya fue considerado en las proyecciones de crecimiento del PIB de Paraguay para el 2017.

<sup>5</sup> Los datos utilizados corresponden al volumen exportado por país de destino.

<sup>6</sup> Según el criterio de Lima y Álvarez (2008), si el índice alcanza un valor mayor a 0,18 se considera concentrado; entre 0,10 y 0,18 moderadamente concentrado y, entre 0 y 0,1 se considera diversificado.

**Gráfico II.**  
Crecimiento del PIB de socios comerciales  
Variación anual porcentual



### Precios de *commodities*

Además de la demanda externa propiamente tal, para Paraguay también es relativamente importante el comportamiento de los precios de los *commodities*, por el impacto que tiene sobre los términos de intercambio, y en consecuencia sobre el consumo y/o inversión de la economía.

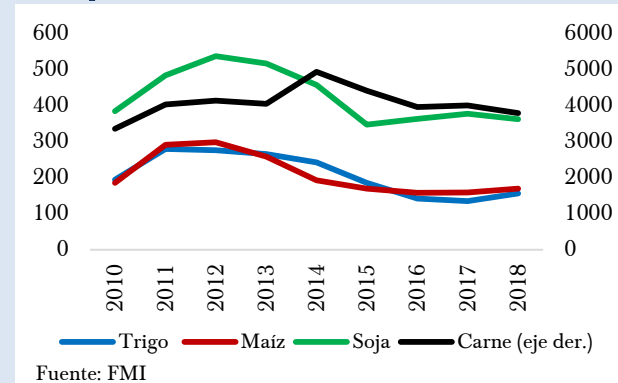
En el caso de Paraguay, la reducción significativa de los precios de la soja y otros productos de exportación, ha influido en la moderación del consumo y en la caída de la inversión en el sector exportador, que se ha venido observando en los últimos trimestres.

La venta de soja (y sus derivados), cereales y carne es la principal fuente de ingreso de divisas por exportación, además de la energía eléctrica. En el periodo 2011-2014 el precio internacional de la soja se situó en torno a 500 USD por tonelada, mientras que en el periodo 2015-2016, el promedio se redujo a 355 USD. Para 2017 y 2018, se prevé una ligera recuperación, con un precio promedio de 370 USD.

Para los mismos periodos, el precio del trigo se redujo de 266 USD por tonelada a 164 USD y se espera una caída adicional en los próximos años (146 USD). En el caso el maíz, el precio se redujo de 261 USD por tonelada a 164 USD con un pronóstico para los próximos años en los mismos niveles (165 USD).

En cuanto a la carne, luego de alcanzar un promedio de 4.292 USD por tonelada se redujo a 4.190 USD, y se espera un promedio de 3.900 USD para el 2017 y 2018 (gráfico III).

**Gráfico III.**  
Precios de materias primas  
Dólares por tonelada



### Tasa de interés externa

En la reunión de diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos finalmente decidió dar continuidad al proceso de alza de tasas que había iniciado un año atrás, pero que posteriormente fue postergándose, dada la incertidumbre respecto a la solidez de la recuperación de la economía estadounidense. Las mayores probabilidades de este ajuste en diciembre ya venían reflejándose en el fortalecimiento reciente del dólar en los mercados internacionales. Desde finales de setiembre hasta los días inmediatamente previos a la reunión de la Fed, el dólar ya se había apreciado más del 5% con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos. Luego de la reunión, se mantuvo la tendencia apreciatoria, aunque moderada. La evolución de la inflación en Estados Unidos, el desempeño de la actividad económica y la implementación efectiva de los planes del nuevo gobierno en cuanto a la política fiscal serán importantes en la definición del ritmo de ajustes en el 2017. Con base en documentos oficiales de la Fed, el mercado deduce que podrían darse hasta tres incrementos el próximo año. En la medida que la trayectoria esperada se vaya realizando, podrían seguir las presiones de depreciación sobre las monedas de las economías emergentes, como así también un mayor apetito por los títulos estadounidenses, lo cual a su vez afectaría al costo de financiamiento internacional.

### Consideraciones finales

Dado que Paraguay, como una economía pequeña y abierta, es afectado por los *shocks* externos, la evaluación del contexto externo es sumamente relevante.

En esta línea, se prevé un mejor desempeño económico de los socios comerciales de Paraguay, lo cual es un factor que puede contribuir a incrementar la demanda externa y en consecuencia influir positivamente sobre la actividad económica local. No obstante, hay que señalar que para casos puntuales, como Brasil y Argentina, el panorama se mantiene complejo e incierto. En cuanto a los precios de los *commodities*, no se prevén cambios sustanciales con relación a los niveles actuales para los próximos años. Finalmente, la reciente decisión de la Fed de incrementar la tasa referencial y la trayectoria prevista para el 2017, son elementos que contribuirían con el fortalecimiento del dólar y con condiciones financieras más restrictivas para las economías emergentes.



## Recuadro II: Inversión en Infraestructura en Paraguay

### Introducción

El entorno macroeconómico de Paraguay ha mejorado significativamente en la última década<sup>7</sup>, convirtiéndose en una economía más ordenada y previsible para la inversión privada. Si bien la estabilidad macroeconómica es importante, es sólo una condición necesaria para un crecimiento económico sostenido.

El actual contexto global y regional más desafiante requiere centrar nuevamente la atención en otras fuentes de crecimiento. En este sentido, la inversión en infraestructura surge como una opción relevante para incrementar el producto en el corto plazo (por sus efectos sobre la demanda), como también en el largo plazo, por sus efectos sobre la oferta (mayor capacidad productiva). Niveles deficientes de infraestructura no sólo representan un obstáculo al crecimiento, sino también al desarrollo económico de un país.

### Infraestructura, crecimiento y deuda pública

Uno de los principales beneficios de la inversión en infraestructura es el incremento de la productividad, lo que a su vez se traduce en menores costos y mayor competitividad de una economía. Pero adicionalmente, una mejor infraestructura puede facilitar el acceso a la educación y la diversificación productiva, factores que también son importantes para el crecimiento económico.

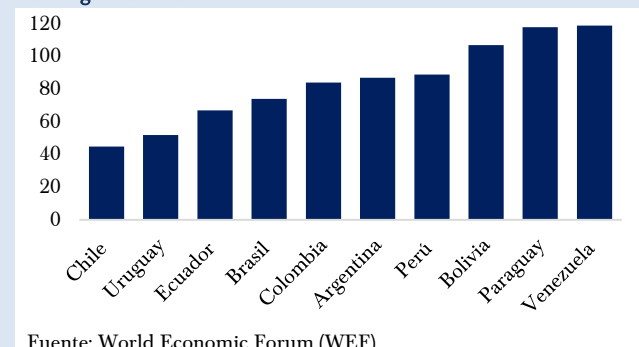
Numerosos estudios empíricos han demostrado los efectos positivos de la inversión en infraestructura sobre el crecimiento económico. De acuerdo a Calderón y Servén (2010), el aumento en infraestructura entre los periodos quinquenales 1991-1995 y 2001-2005 contribuyó 1,1 puntos porcentuales en forma anual al crecimiento económico en la región. Por su parte, un estudio de Standard & Poor's (2015) estima que incrementar el gasto en infraestructura en un 1% del PIB aumentaría el tamaño de la economía en un 2,5% en Brasil, 1,8% en Argentina y 1,3% en México a partir de los tres años<sup>8</sup>.

Con relación al financiamiento de este tipo de inversiones, es conveniente señalar que dado el impacto positivo que pueden tener sobre el producto y en consecuencia sobre los ingresos del fisco, la relación deuda/PIB puede mantenerse en niveles sostenibles. Esto a su vez dependerá en gran medida de la capacidad de identificar claramente las áreas más rentables para la inversión y posteriormente una gran eficiencia en su ejecución. El buen diseño y/o fortalecimiento de las instituciones involucradas en este tipo de proyectos es fundamental para lograr la asignación eficiente de los recursos y la máxima rentabilidad económica y social.

### Infraestructura en la región

América Latina se encuentra bastante alejada de otras regiones en cuanto a infraestructura. Entre 1992 y 2013, la inversión en infraestructura promedió 2,4% del PIB en la región, por debajo de las tasas observadas en China (8,5%), Japón (5%) y otras economías industrializadas (4%). De acuerdo Perrotti y Sánchez (2011) los montos necesarios para el cierre de la brecha de infraestructura con respecto a los países seleccionados del sudeste asiático<sup>9</sup> ascendería, en promedio, al 7,9% del PIB anual de América Latina y el Caribe por un periodo prolongado, en este estudio fue del 2005 al 2020. A nivel regional, Paraguay se encuentra entre los países con mayor necesidad de infraestructura (gráfico I)

**Gráfico I**  
Índice de competitividad global. Pilar Infraestructura  
Ranking 2015-2016



Fuente: World Economic Forum (WEF)

<sup>7</sup> En el ranking de entorno macroeconómico del World Economic Forum (WEF) Paraguay avanzó 54 puestos entre el 2007 y 2016, de 102 a 48.

<sup>8</sup> Financing Infrastructure in Latin America and the Caribbean: How much and by Whom?. IDB. 2015

<sup>9</sup> La medición la brecha ha tenido como objetivo alcanzar los niveles per cápita del stock de infraestructura promedio de Corea, Malasia, Singapur, y Hong Kong.

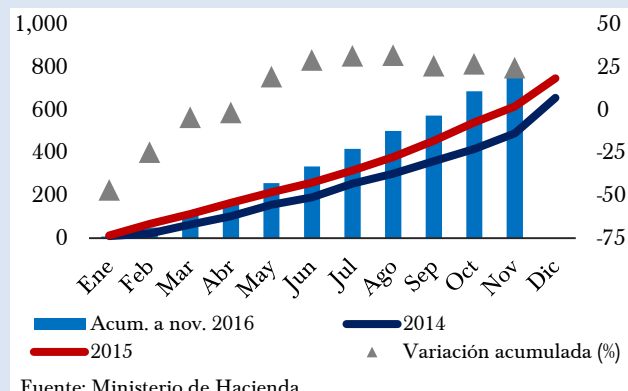
Este escenario plantea claramente la necesidad que tiene la región (y Paraguay) de generar los mecanismos para impulsar la inversión en infraestructura a un mayor ritmo que en años anteriores, con el fin de ir cerrando la brecha existente. Dados los reducidos márgenes que tienen los gobiernos para abordar toda esta necesidad de inversión, se han diseñado nuevas alternativas de financiamiento, como las Alianzas Público-Privadas y los proyectos llave en mano, que han demostrado ser instrumentos válidos para acelerar la inversión de los países. Una vez más, el fortalecimiento de la institucionalidad jurídica y técnica en materia de infraestructura es clave para el éxito de las inversiones, bajo cualquiera de las modalidades.

### Inversión en Infraestructura en Paraguay

En Paraguay, la inversión en infraestructura ha mostrado un incremento importante en el pasado reciente. Entre el 2014 y 2015, el crecimiento promedio de la inversión física de la Administración Central fue cerca del 14%. En el presente año, la variación acumulada al mes de noviembre se ubica en torno a 25%, casi USD 135 millones de dólares por encima de los observado en el 2015, y 277 millones de dólares más que lo ejecutado en el 2014 (gráfico II).

#### Gráfico II

**Inversión física de la Administración Central**  
Millones de dólares, Variación acumulada, porcentaje

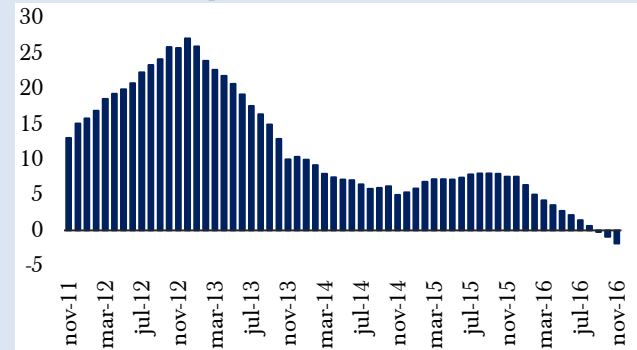


Fuente: Ministerio de Hacienda

Si bien esta mayor inversión ha sido financiada con deuda, los esfuerzos por aminorar el ritmo de crecimiento de los gastos corrientes (salarios principalmente) también han contribuido a generar un espacio para estos gastos de capital, sin comprometer el cumplimiento del límite establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal (gráfico III).

#### Gráfico III

**Remuneración a empleados de la Administración Central**  
Variación interanual, promedio móvil 12 meses



Fuente: Ministerio de Hacienda

### Planes de inversión bajo APP y la Ley 5074

Hasta el 2016, las inversiones en infraestructura han sido llevadas a cabo fundamentalmente por el sector público. No obstante, dada la significativa brecha existente, se han aprobado leyes tendientes a fomentar este tipo de inversiones, tales como la Ley 5102/13 de Alianza Público-Privada (APP)<sup>10</sup> y la Ley 5074/13 para los proyectos “llave en mano”<sup>11</sup>.

En ese sentido, además de las obras netamente públicas, se prevé el inicio de algunas obras significativas bajo estas nuevas figuras en los próximos años (tabla I). Estas mayores inversiones permitirán, además de paliar en parte la gran necesidad de infraestructura, contrarrestar la reducción de la inversión (principalmente en el sector agrícola) como consecuencia de los choques externos experimentados desde el 2015, y de esa manera mitigar el efecto negativo que han tenido sobre el producto potencial de la economía.

#### Tabla I

##### Proyectos de Infraestructura

<sup>10</sup> Ley N° 5.102/13 “De Promoción de la Inversión en Infraestructura Pública y Ampliación y Mejoramiento de los Bienes y Servicios a cargo del Estado”.

<sup>11</sup> Ley 5.074 “Que modifica y amplía la Ley N° 1.302/98 “Que establece modalidades muy condiciones especiales y complementarias a la Ley N° 1.045/83 “Que establece el régimen de obras públicas”.

Proyecto	Monto estimado (USD millones)	Modalidad
Duplicación de calzadas de las Rutas 2 y 7	528	APP
Construcción de nueva terminal para el Aeropuerto Silvio Pettrossi	140	APP
Corredor Bioceánico	405	Ley 5074
Construcción de alcantarillado en M.R.A., Luque y Lambaré	560	Ley 5074

Fuente: Ministerio de Obras Públicas (MOPC)

### Consideraciones finales

La brecha de infraestructura que tiene América Latina, y en particular Paraguay, es bastante significativa, y dado ello, la rentabilidad económica y social de este tipo de inversiones puede ser relativamente elevada. La asignación eficiente de los recursos será clave para lograr el máximo rendimiento. Para ello, seguirá siendo fundamental el fortalecimiento de las instituciones ligadas a estos proyectos de inversión.

Por otro lado, estas inversiones ayudarán a compensar, en parte, la caída observada en las inversiones de los sectores vinculados al sector externo, que han experimentado una reducción significativa de sus precios de exportación. Estas inversiones, en el corto plazo, incrementan la demanda, pero también influye positivamente sobre la capacidad productiva de la economía en el mediano y largo plazo.

## 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.

**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 2016



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay