



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre
2017



Banco Central del Paraguay



Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	20
III. Escenario Doméstico	23
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	31
Recuadro I	36
Transmisión de tasas bajo metas de inflación	
Recuadro II	39
Estimación de la brecha del producto para Paraguay	
Glosario	42

(*) 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 4,0 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, el último día hábil de cada mes, 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

Desde el último IPoM, la economía global ha seguido mostrando una buena dinámica, impulsada tanto por el buen desempeño de los países avanzados como de los emergentes. En Estados Unidos, la estimación de crecimiento económico se ha mantenido para este año y se ha incrementado para el próximo, al tiempo que se prevé la continuidad del proceso de suba de tasas de interés en el 2018. En la Eurozona, la evolución favorable de los distintos indicadores económicos da cuenta de la consolidación de la actividad económica, lo que ha conducido a la mejora de las proyecciones de crecimiento. En China, si bien el crecimiento se ubica por encima de lo registrado en el año anterior, se ha observado una moderación en los últimos meses. En la región, los datos observados reflejan un mejor desempeño de los países vecinos más importantes en meses recientes, lo que ha generado mejores expectativas de crecimiento de los socios del Mercosur para los dos próximos años.

En Estados Unidos, las condiciones económicas han seguido mejorando en la segunda mitad del año. Al respecto, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en el tercer trimestre superó las expectativas del mercado y a lo registrado en el trimestre previo. Este resultado fue explicado, principalmente, por las contribuciones positivas del consumo, la inversión privada, la inversión fija no residencial y las exportaciones. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad señalan un dinamismo similar para el cuarto trimestre del año, en un contexto en que se mantiene cierta incertidumbre en torno a las acciones de política económica del gobierno actual. En cuanto a la política monetaria, la FED ajustó sus tasas de interés en la reunión de diciembre y se prevén más ajustes en el 2018. Asimismo, la autoridad monetaria ha iniciado su programa de normalización de hoja de balance en octubre.

En cuanto a la Eurozona, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero continuaron mostrando un desempeño favorable. En el tercer trimestre, el PIB creció a una tasa interanual superior a la registrada en el trimestre previo y el PMI continuó exhibiendo una tendencia creciente en la zona de expansión. De manera similar, en el mercado laboral la tasa de desempleo ha disminuido ubicándose en 8,9% en setiembre, el menor nivel desde enero 2009. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variaciones las tasas de interés de referencia y anunció disminuir el monto de las compras de activos a partir de enero 2018.

En China, el PIB en el tercer trimestre del 2017 se expandió levemente por debajo de lo esperado y también de la tasa observada en el trimestre previo. Dicho crecimiento se explicó, especialmente, por el aumento de la producción industrial, de las ventas al por menor y de la inversión en activos fijos. Al respecto, la política del gobierno por reducir la exposición a riesgos ha impactado, en cierta medida, en el desempeño de algunos indicadores de corto plazo. En el sector manufacturero, el PMI se redujo marginalmente en octubre, aunque se mantiene en zona de expansión desde la segunda mitad del 2016.

En la región, la economía brasileña sigue dando señales más firmes de recuperación, aunque a un ritmo todavía modesto. Así, el PIB en el tercer trimestre del año presentó una variación interanual positiva por segundo trimestre consecutivo, luego de experimentar doce trimestres sucesivos de resultados negativos. Por su parte, los indicadores adelantados del cuarto trimestre continuaron evolucionando favorablemente, entre estos el PMI, que se ha mantenido en la zona de expansión. Adicionalmente, la tasa de desempleo ha presentado una tendencia decreciente en los últimos meses. No obstante, se mantiene la incertidumbre política como un factor de riesgo que podría afectar el mejor desempeño observado en el año. Con respecto a la política monetaria, la inflación se mantiene controlada en niveles por debajo de la meta, lo que permitió al Copom seguir reduciendo la tasa Selic.

En Argentina, los indicadores de actividad económica continúan dando señales de una gradual recuperación, reflejada en el crecimiento positivo del PIB en el primer semestre y la evolución de los indicadores de corto plazo en la segunda parte del año. Respecto a los precios, la inflación interanual ha retomado la senda descendente que venía mostrando desde finales de 2016, luego de haber aumentado levemente en los meses de agosto y setiembre.

En el contexto doméstico, la actividad económica mostró un mayor dinamismo en el tercer trimestre de 2017, con una variación interanual del PIB de 3%, superior al 1,1% del segundo trimestre. Por el lado de la oferta, este mayor crecimiento se explicó principalmente por el mejor desempeño de los servicios y la manufactura, y en menor medida, por la ganadería y las construcciones. Por otra parte, se verificó una mayor expansión de la demanda interna (consumo e inversión), que de esta manera sigue impulsando el crecimiento por el lado del gasto. Para el cuarto trimestre, teniendo en cuenta la evolución de los indicadores de corto plazo, la actividad económica registraría una expansión más elevada, al tiempo que los indicadores relacionados al consumo y a la inversión (en maquinarias) siguen con el buen comportamiento observado durante el año.

En cuanto a los precios internos, en el cuarto trimestre, la inflación total se incrementó (4,8%) con respecto al tercero (4,1%), aunque se debe resaltar que fue explicado en gran medida por el incremento de precios de productos puntuales del rubro alimenticio, específicamente de aquellos rubros volátiles de la canasta. Adicionalmente, se registró un leve aumento en los precios de los servicios, mientras que algunos productos afectados por el tipo de cambio verificaron una reducción. La alta concentración de la inflación en este periodo explica que las medidas de tendencia de la inflación hayan continuado con la trayectoria a la baja, señalada en el informe anterior. La inflación núcleo, la subyacente, la subyacente X1 promediaron tasas interanuales de 3%, 3,7% y 4%, por debajo de las registradas en el tercer trimestre del año 2017 (3,1%, 4,1%, 4,7%, respectivamente).

Con relación a la política monetaria, en las reuniones del último trimestre, el Comité señaló que se seguía observando una buena dinámica de las economías avanzadas más importantes, como así también de los principales países de la región. Asimismo, resaltó que los indicadores de incertidumbre se encontraban en niveles relativamente bajos. Por otro lado, en lo interno, el CEOMA destacó que la evolución de las distintas medidas subyacentes de la inflación era consistente con la convergencia de la inflación total a la meta en el horizonte de proyección. Adicionalmente, las expectativas continuaban ancladas en el objetivo inflacionario. Por su parte, la expansión de los indicadores de actividad se ubicaba en torno a los pronósticos de crecimiento para el 2017. En este escenario de menores presiones inflacionarias y de actividad económica en línea con lo previsto, el Comité consideró apropiado mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

Teniendo en cuenta la evolución reciente de los indicadores de corto plazo, la estimación de variación del PIB para el 2017 se ajustó ligeramente al alza, de 4,2% a 4,3%. Este resultado está explicado en gran medida por el sector servicios (comercio) y por la industria manufacturera por el lado de la oferta, mientras que, por el lado del gasto, la demanda interna (consumo e inversión) es el principal factor de crecimiento. Por su parte, la proyección inicial para el 2018 se ubica en 4,5%, en la que la expansión del sector terciario (comercio y otros servicios) y secundario (manufactura, construcciones y electricidad) seguirán siendo los principales motores que expliquen dicho crecimiento. En menor medida, el sector primario tendrá una contribución positiva, impulsada por la ganadería y la agricultura, en ese orden. Por el lado del gasto, se prevé continúe la buena dinámica del consumo privado y de la inversión, mientras que la demanda externa tendría una incidencia relativamente baja.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2017	2018(f)	2018(i)
Sector Primario	4,8	2,6	0,7
Agricultura	5,7	1,2	0,2
Ganadería	1,5	8,5	0,4
Otros Primarios	4,9	0,4	0,0
Sector Secundario	2,0	5,8	1,5
Manufactura	9,4	6,6	0,7
Construcción	5,0	7,0	0,3
Electricidad y Agua	-6,0	4,5	0,5
Sector Terciario	5,3	4,7	2,0
Gobierno General	1,8	1,8	0,1
Comercio	9,0	6,0	0,9
Comunicaciones	0,0	3,0	0,1
Otros Servicios†	5,1	5,4	0,9
Impuestos	5,0	5,0	0,3
PIB a precios de mercado	4,3	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	5,6	5,4	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,0	4,3	4,5
Demanda Interna	2,3	6,1	5,0
Formación bruta de capital	6,4	11,5	7,0
Formación bruta de capital fijo	7,9	11,5	7,0
Consumo total	1,2	4,6	4,4
Consumo privado	1,7	5,0	4,7
Consumo público	-2,8	1,5	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	2,7	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-0,7	10,5	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,5	-1,2	-1,1
FBKF (% del PIB nominal)	17,7	19,1	19,3
FBKF (% del PIB real)	19,4	20,7	21,2

Fuente: Banco Central del Paraguay

En cuanto a los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en 4,2% para el cierre del año 2017, superior a la del informe anterior (3,8%). Este cambio se explica en gran medida por el aumento de 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. Para el 2018, se estima una inflación en torno a la meta (3,9%). Por su parte, la proyección de la inflación subyacente para diciembre de 2017 aumentó ligeramente de 3,4% a 3,5%, debido en parte a la suba del precio de la carne vacuna, que implicó una tasa de inflación subyacente superior a la estimada en el IPoM anterior para el cuarto trimestre. A partir de allí, condicional al escenario más probable para las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación convergerá gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2019.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2016	2017(f)	2018(f)	2019(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,9	4,5	3,9	
Inflación IPC diciembre (**)	3,9	4,2	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,5	3,9	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,5	3,9	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(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 2019.

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

Con relación a los escenarios de riesgo, en el ámbito internacional se destaca la mejora en las proyecciones de crecimiento de los países avanzados y con ello se prevé también un proceso de normalización gradual de la inflación. En cuanto a Estados Unidos, además del incremento de tasas observado en diciembre, se esperan aproximadamente tres aumentos adicionales en el 2018, conforme a las expectativas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés). Recientemente, el congreso aprobó una reducción de impuestos. En la medida que esta reforma fiscal influya en el crecimiento y en la inflación en una magnitud mayor a la prevista, podría generar alguna incertidumbre sobre el ritmo de ajuste del aumento de tasas, lo cual podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros, depreciar las monedas y aumentar el costo del fondeo externo de las economías emergentes.

En la zona euro, las condiciones económicas continúan siendo favorables y las tensiones políticas se han moderado recientemente. En este contexto, el bloque también está dando pasos importantes en materia de reformas institucionales, como la propuesta de una unión fiscal que incluiría un superministro de finanzas, un presupuesto específico para la eurozona y la transformación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en un Fondo Monetario Europeo (FME). Una fuente de incertidumbre se deriva de las negociaciones en torno al *Brexit*. Un debilitamiento económico del bloque afectaría a Paraguay más bien por los efectos que pudiera tener sobre la economía global y/o en los socios comerciales de Paraguay.

Entre las economías emergentes, se prevé una desaceleración lenta de la economía China. El riesgo de una moderación brusca en el mediano plazo podría darse si no se adoptan las reformas con relación a la deuda corporativa y la reestructuración de la deuda pública. A pesar de la desaceleración prevista, el mayor dinamismo de la economía global contribuiría a limitar los riesgos a la baja para los precios de los *commodities*. De hecho, los pronósticos para el próximo año son bastante similares a los precios del 2017.

En cuanto a la región, se espera una mejora en el crecimiento de Brasil para el próximo año, que dependerá en parte, del éxito en la implementación de las reformas del gobierno. El riesgo se deriva principalmente del ámbito político, que a su vez podría incidir en el avance de estas propuestas. En la medida que la recuperación de Brasil se consolide, el comercio bilateral (principalmente de frontera) puede seguir mejorando.

Por otro lado, Argentina también sigue mostrando signos de recuperación, aunque persiste una inflación elevada y la necesidad de un ajuste fiscal. En este contexto, el gobierno argentino envió un paquete de reformas al Congreso que buscan aumentar la competitividad del sector privado (reforma tributaria y laboral) y alcanzar la consolidación fiscal. En caso de que la inflación se mantenga elevada y el tipo de cambio (guaraníes por peso) continúe en los niveles actuales, podría seguir observándose el flujo de argentinos que realizan compras en las zonas fronterizas.

En el ámbito local, el principal factor de riesgo proviene de la evolución del tipo de cambio. Hasta ahora, las últimas decisiones de política monetaria de la Fed han sido bien internalizadas por los mercados y no se han observado episodios de volatilidad excesiva o una depreciación significativa de las monedas regionales. Como se ha señalado, una mejora más rápida de la economía de Estados Unidos o un aumento de la inflación por encima de lo previsto podría ser una fuente de incertidumbre en los mercados e influyendo en el fortalecimiento del dólar. Sin embargo, este hecho es un evento que afecta no sólo a Paraguay, sino también a los socios comerciales, y por lo tanto los riesgos de depreciación real importante se atenúan.

Evaluando los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Sin embargo, el Comité continuará monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, a fin de aplicar medidas de política necesarias que permitan la convergencia de la inflación al objetivo de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

Decisiones de Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de setiembre 2017.

En el plano internacional, la economía global seguía mejorando desde el IPoM de junio, impulsada tanto por el buen desempeño de los países avanzados como de los emergentes. Asimismo, en la región persistían las señales de recuperación, aunque continuaba cierto grado de incertidumbre, derivada principalmente del ámbito político.

En Estados Unidos, la economía había mostrado un mejor desempeño en los últimos meses con respecto al modesto crecimiento del primer trimestre, y que según los indicadores adelantados se esperaba que continúe esta buena dinámica en el tercer trimestre. La Reserva Federal, por su parte, mantuvo sin cambios las tasas de interés de fondos federales desde el mes de junio, aunque el mercado preveía un nuevo ajuste antes del cierre del año. Asimismo, la Fed había tomado la decisión de iniciar la reducción de su hoja de balance en los siguientes meses.

En cuanto a la Eurozona, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero seguían evolucionando de manera positiva. En el segundo trimestre, el PIB crecía a una tasa mayor a la del trimestre previo, al tiempo que el PMI seguía aumentando en la zona de expansión. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se ubicó en el nivel más bajo desde inicios del 2009. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) había decidido mantener sin variaciones las tasas de interés de referencia y continuaba con la compra de activos.

En China, los indicadores de actividad económica en el segundo trimestre fueron favorables, ya que el crecimiento del PIB fue superior a lo esperado. Esta expansión estaba explicada por el aumento de la producción industrial, las exportaciones y la inversión en activos fijos. No obstante, los indicadores adelantados daban señales de desaceleración en el tercer trimestre, explicado en parte por la política del gobierno de endurecer las condiciones crediticias con el fin de contener la exposición a los riesgos financieros.

En Brasil, el PIB había aumentado de forma moderada en el segundo trimestre del año, luego de doce trimestres de resultados negativos. Dicho comportamiento se atribuía principalmente a las contribuciones positivas de la actividad agropecuaria por el lado de la oferta y de las exportaciones y el consumo privado, por el lado de la demanda. Por su parte, los indicadores adelantados continuaban evolucionando favorablemente. No obstante, la incertidumbre política continuaba representando un factor de riesgo. Con respecto a la política monetaria, la tasa de inflación continuaba desacelerándose, generando así espacio al Comité de Política Monetaria (COPOM) para seguir reduciendo la tasa Selic.

Asimismo, en Argentina continuaban observándose señales de recuperación, reflejada en el crecimiento positivo del PIB en el segundo trimestre, muy superior al registrado en el primer trimestre del año. De la misma forma, se esperaban buenos resultados durante el tercer trimestre, de acuerdo a los indicadores de corto plazo. Por el lado de la inflación, luego de haber mostrado una trayectoria descendente en los últimos meses, se había incrementado en agosto, aunque se esperaba que el mismo sea transitorio.

Con relación al ámbito local, la actividad económica había registrado una menor expansión en el segundo trimestre del año, debido en gran medida a las condiciones climáticas adversas que afectaron negativamente a las construcciones y a la ganadería. Se observó un crecimiento del PIB de 0,9% interanual, explicado principalmente por la expansión del sector servicios, la industria y la agricultura, por el lado de la oferta. Por el lado del gasto, el crecimiento se debió a la demanda interna, dado que las exportaciones netas habían tenido una incidencia negativa. No obstante, conforme a los indicadores adelantados se esperaba un mayor dinamismo en el tercer trimestre.

Con respecto a la evolución de los precios, la inflación total se había incrementado en el tercer trimestre, explicado por el aumento de precios de unos productos de la canasta, principalmente de los rubros frutihortícolas. En ese contexto, las medidas de tendencia

de inflación verificaron una reducción con relación al segundo trimestre.

En cuanto a las reuniones de política monetaria, el Comité resaltaba que en el ámbito internacional se seguía observando una evolución favorable de las principales economías avanzadas. En la región, se resaltaba la mejora de la economía brasileña. En el escenario doméstico, la actividad económica había presentado una moderación explicada principalmente por factores climáticos, aunque con los datos de junio, más sectores se habían desacelerado. Al mismo tiempo, el Comité observaba una trayectoria descendente de las distintas medidas de inflación subyacente. Bajo este escenario, el CEOMA había considerado oportuno reducir la TPM de 5,50% a 5,25% anual en la reunión de agosto, nivel en la que se había mantenido en la reunión de setiembre.

La proyección de crecimiento del PIB se mantuvo en 4,2% en el escenario base, aunque con algunas modificaciones a nivel sectorial. Por un lado, las estimaciones de crecimiento de la agricultura, la industria y el comercio se corrigieron al alza. No obstante, las cifras de expansión de la ganadería y las construcciones se revisaron a la baja. Además, la producción de energía eléctrica de las binacionales también se corrigió a la baja. Por el lado del gasto, las tasas de crecimiento para el consumo y la inversión se mantuvieron similares a las del informe anterior, mientras que la demanda externa neta se revisó a la baja, principalmente por un ajuste positivo mayor en las importaciones con respecto al de las exportaciones. En general, el crecimiento del 2017 estaba explicado en gran medida por el comercio, otros servicios e industria por el lado de la oferta, y por consumo e inversión por el lado del gasto.

En el escenario base, la tasa proyectada de inflación total para diciembre de 2017 era 3,8%, mientras que la proyección de la inflación subyacente se situaba en 3,4%. A partir de allí, conforme al escenario previsto para las variables macroeconómicas internas y externas, se esperaba que la inflación convergiera gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria, en ese momento, el tercer trimestre del 2019.

Con respecto a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, el panorama para la economía mundial

seguía mejorando y no se observaban riesgos de volatilidades significativas en el corto plazo. En cuanto a la política monetaria, la Fed continuaba con el proceso de normalización de la misma, mediante el incremento de tasas de interés y/o la reducción de su hoja de balance.

En la zona euro, se seguía observando un fortalecimiento de la actividad económica y el mercado laboral. Además, las elecciones en Alemania habían contribuido a moderar los riesgos políticos en la zona. Sin embargo, los movimientos independentistas en España representaban un riesgo. Al mismo tiempo, seguía la incertidumbre en torno a las negociaciones del *Brexit*.

En China, considerando el buen desempeño que había tenido en los últimos meses, las estimaciones del crecimiento se habían revisado al alza. Sin embargo, a mediano plazo, continuaba el riesgo de una contracción significativa si no se adoptaban reformas en cuanto al saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas públicas. Otro factor de riesgo, y que a la vez podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* a nivel internacional, fue el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia el consumo y servicios.

En cuanto a los países de la región, Brasil había mostrado señales relativamente más claras de una recuperación, aunque persistía cierta incertidumbre en torno a la concreción de algunas de las reformas planificadas por el gobierno. Por su parte, Argentina también mostraba indicios de recuperación de su actividad, aunque la inflación se mantenía relativamente elevada y persistía la necesidad de un ajuste fiscal importante.

En la economía doméstica, el principal factor de riesgo había sido la evolución del tipo de cambio. Aunque los riesgos parecían estar equilibrados, esto dependía, en gran medida, de los nuevos datos económicos de Estados Unidos en los próximos meses y de la manera en que esta información fuese internalizada por los mercados financieros.

Dados los escenarios alternativos, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

Reuniones de octubre, noviembre y diciembre

En la reunión de octubre, se observaba que las economías avanzadas continuaban mostrando señales de dinamismo. Los indicadores de actividad económica y del mercado laboral de los Estados Unidos daban señales de una recuperación, mientras que la probabilidad de suba de la tasa de la Fed para finales de año se mantenía elevada. Por su parte, en la Eurozona los indicadores continuaban evolucionando de manera favorable. En el ámbito regional, Brasil mostraba una mejora en sus expectativas de crecimiento para el presente año y el próximo. Por otro lado, en los indicadores de actividad de Argentina, se observaba una mejora de su desempeño.

Por su parte, en el contexto doméstico, si bien la inflación se había incrementado ligeramente, las medidas de tendencia mostraban una trayectoria coherente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección, mientras que las expectativas se mantenían ancladas al objetivo inflacionario. Además, los indicadores de corto plazo señalaban que la actividad económica continuaba evolucionando acorde a las previsiones de crecimiento para el corriente año.

Bajo ese escenario, el CEOMA consideró que la estrategia más apropiada era continuar con el perfil de política monetaria, por lo que decidió mantener la TPM en 5,25% anual, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de proyección.

Para la reunión de noviembre, el Comité observaba que la economía mundial continuaba evolucionando favorablemente. En Estados Unidos y la Eurozona, los

indicadores de corto plazo y del mercado laboral seguían mostrando señales de mayor dinamismo. En la región, los indicadores de actividad de Argentina registraban un buen desempeño mientras que la inflación se reducía en el margen. Por su parte, Brasil seguía mostrando una mejora en sus indicadores de corto plazo.

En el plano local, las distintas medidas de inflación permanecían con un comportamiento a la baja, aunque consistentes con la convergencia de la inflación total a la meta en el horizonte de proyección. Además, las expectativas de los agentes económicos se habían mantenido ancladas al objetivo inflacionario. En cuanto a la actividad económica, los indicadores del sector real mostraban una expansión de la actividad en torno a las proyecciones de crecimiento, además de que los índices relacionados a la demanda interna seguían con buen dinamismo.

En este contexto, el CEOMA decidió mantener la TPM en 5,25% anual, considerando que este escenario no ameritaba un cambio en el perfil de política monetaria.

En diciembre, la situación económica en el plano internacional ha seguido mejorando conforme a lo previsto. Por un lado, los indicadores de las economías avanzadas como Estados Unidos y la Eurozona continuaban fortaleciéndose; y por otro, Argentina y Brasil, seguían mostrando señales de mejora. En lo interno, las medidas de tendencia de la inflación seguían con un comportamiento coherente con la meta, al tiempo que la actividad económica evolucionaba favorablemente. De esta manera, el CEOMA decidió mantener la TPM en 5,25% anual.

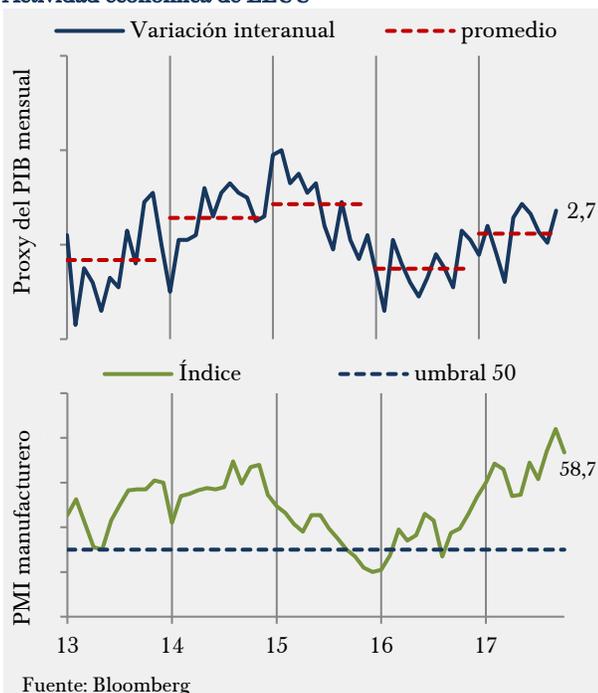
I. Entorno Internacional y Regional

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2017	2018	2017	2018	2019
Mundo	3,4	3,5	3,6	3,7	3,6
EE UU	2,2	2,3	2,2	2,5	2,1
Eurozona	2,1	1,8	2,3	2,1	1,8
China	6,7	6,4	6,8	6,4	6,2
Brasil	0,7	2,4	0,8	2,5	2,5
Argentina	2,8	3,1	2,8	3,2	3,1
Socios comerciales	2,1	2,5	2,2	2,6	2,7
Socios Mercosur	1,3	2,5	1,4	2,6	2,7

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU



Fuente: Bloomberg

Desde el último IPoM, la economía mundial siguió recuperándose y fortaleciéndose debido al mayor dinamismo de la actividad económica global que condujo a su vez a la marcada reducción de la tasa de desempleo de los países. En Estados Unidos, la estimación de crecimiento económico se mantuvo para el 2017 y se ha incrementado para el 2018, al tiempo que se prevé un gradual endurecimiento de la política monetaria. En la Eurozona, la evolución favorable de los distintos indicadores económicos da cuenta de la consolidación de la actividad económica, lo que ha conducido a la mejora de las proyecciones para el 2017 y 2018. En China, se sigue observando un gran dinamismo de los indicadores de actividad y del comercio; no obstante, las preocupaciones del gobierno sobre las condiciones financieras persisten. En la región, los últimos datos reflejan un mejor desempeño en los últimos meses, lo que en cierta medida generó mejores expectativas de crecimiento de los socios del Mercosur para los dos próximos años.

Actividad económica

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) se expandió en el tercer trimestre a una tasa anualizada del 3,3% en la segunda estimación, por encima de la tasa esperada por el mercado (2,6%) y de lo registrado en el segundo trimestre (3,1%). Dicho crecimiento del PIB real se atribuye, principalmente, a la contribución positiva del consumo y la inversión privada, la inversión fija no residencial y las exportaciones. De igual modo, los indicadores adelantados revelan un dinamismo similar para el cuarto trimestre. Así, el crecimiento interanual del PIB mensual a octubre fue de 2,7%, siguiendo con la tendencia positiva. Igualmente, el PMI manufacturero ha mantenido una trayectoria positiva en la zona de expansión, el mercado laboral ha seguido consolidándose, alcanzando los niveles de desempleo previos a crisis financiera y los mercados financieros han continuado en alza. De esta manera, las perspectivas de crecimiento del PIB se mantienen en línea con lo proyectado en el IPoM anterior para el 2017 (2,2%) y mejoran para el 2018 (2,5%). En cuanto a los factores de riesgo para la economía norteamericana, éstos siguen

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona

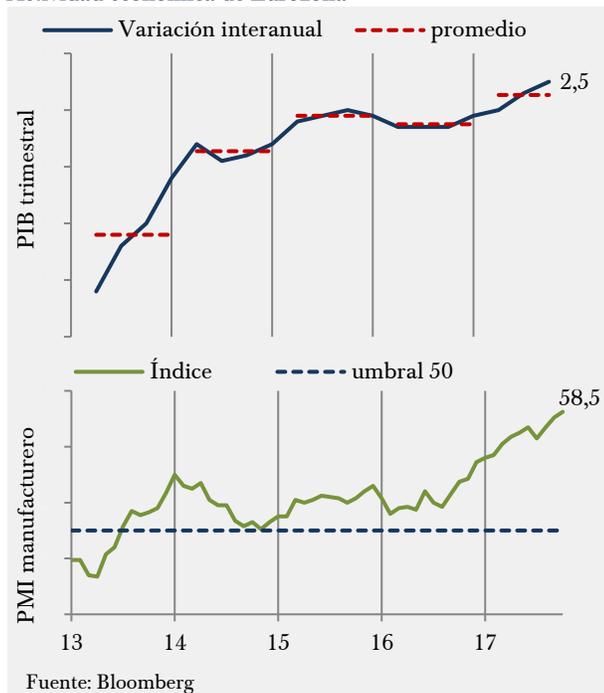
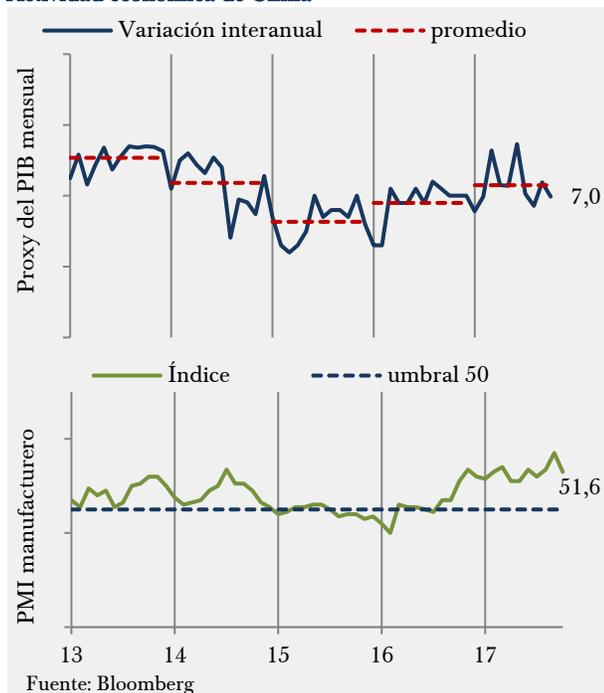


Gráfico I.3
Actividad económica de China



ligados a la incertidumbre en torno a las acciones de política económica de la actual administración.

En la Eurozona, el PIB tuvo un crecimiento de 2,5% interanual durante el tercer trimestre de 2017, superior al 2,4% del trimestre anterior, impulsado especialmente por las economías de Alemania e Italia. Los países con mayor crecimiento fueron Rumania, Latvia, República Checa y Polonia, mientras que Reino Unido y Dinamarca fueron los de menor dinamismo. El resultado auspicioso del indicador de actividad económica se vio respaldado por el PMI del sector manufacturero que ha seguido en continua expansión, alcanzando niveles superiores a lo esperado. Igualmente, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, la tasa de desempleo se ubicó en 8,9% en el mes de setiembre, el menor nivel desde enero de 2009. En este contexto, las proyecciones de crecimiento del PIB fueron revisadas al alza tanto para el 2017 (de 2,1% a 2,3%) como para el 2018 (de 1,8% a 2,1%).

En China, la economía creció 6,8% interanual en el tercer trimestre de 2017, levemente por debajo de las expectativas del mercado (6,9%). Dicha expansión se explica, especialmente, por incrementos en la producción industrial, las ventas minoristas y la inversión de activos fijos. Por otra parte, cabe destacar que los esfuerzos del gobierno para recortar los niveles de deuda y frenar la especulación inmobiliaria han comenzado a tener un efecto en el crecimiento, lo cual se ha reflejado en el indicador mensual de actividad. Del mismo modo, el PMI del sector manufacturero tuvo una leve disminución en el mes de octubre, al ubicarse en 51,6 puntos. De este modo, en línea con los datos económicos, las perspectivas del PIB han mejorado para el 2017 (6,7% a 6,8%) y se ha mantenido para el 2018 (6,4%) con relación a lo previsto en el IPoM anterior.

En Brasil, la economía creció por encima de lo esperado en setiembre y cerró el tercer trimestre con una expansión interanual del 1,4%, cifra que en cierta medida refleja la recuperación, pero todavía a ritmo moderado. El IBC-Br creció 1,3% interanual en setiembre, explicado mayormente por los resultados positivos de la industria y del comercio al por menor. Adicionalmente, el PMI manufacturero se ha mantenido en la zona de expansión, ubicándose en 51,2 en octubre, comportamiento que se atribuye al crecimiento sostenido de los nuevos empleos que impulsaron a su vez el aumento de la producción. Respecto al mercado laboral, la

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

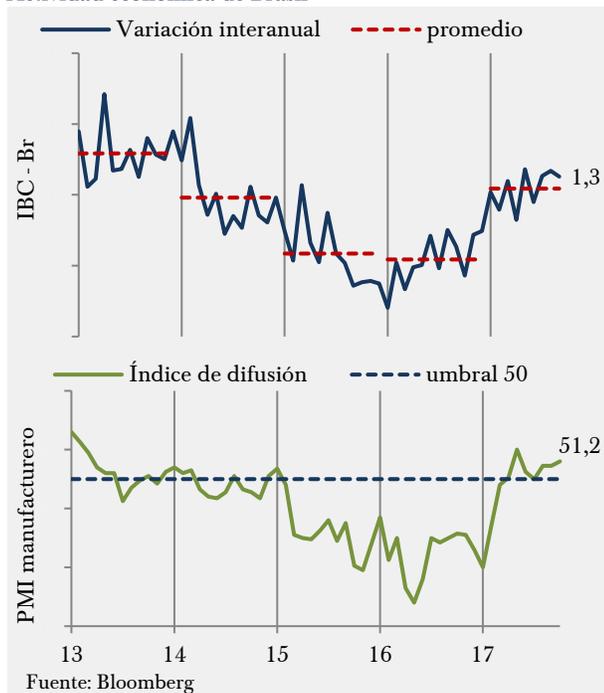
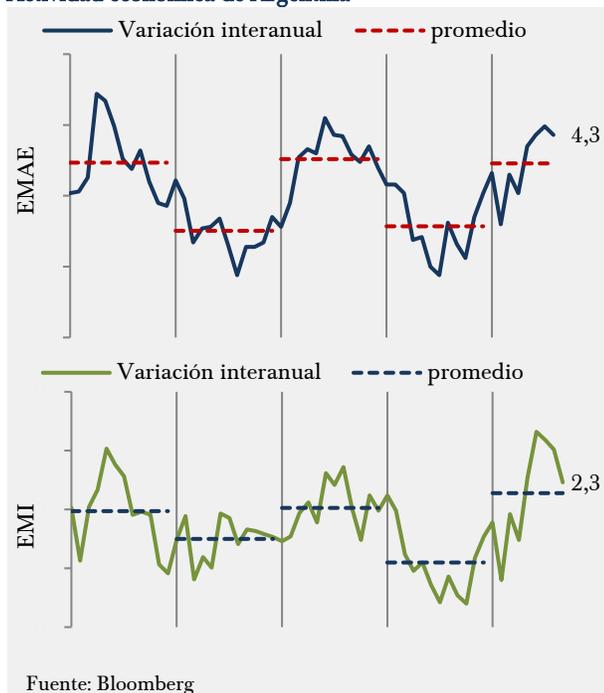


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



economía brasileña sumó 76.599 empleos netos en octubre. Al respecto, los empleos en fábricas aumentaron por primera vez desde febrero del 2015. En este contexto, las proyecciones de crecimiento de Brasil han mejorado con respecto al IPoM anterior, subiendo de 0,7% a 0,8% para el año 2017 y de 2,4% a 2,5% para el 2018.

En Argentina, en el segundo trimestre el PIB se habría expandido 2,7% interanual, crecimiento que se explica, principalmente, por un aumento de 7,7% de la FBCF y 3,8% del consumo privado. Para el tercer trimestre se espera una expansión del aún mayor considerando el desempeño del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) en agosto (4,3% interanual), muy por encima del promedio del año. Este repunte estuvo explicado mayormente por el crecimiento de la pesca, la construcción, la intermediación financiera y el comercio. Por su parte, el Estimador Mensual Industrial (EMI), continuó creciendo por quinto mes consecutivo, registrando una expansión moderada de 2,3% en setiembre, explicado principalmente por el aumento de actividad en la industria de metales básicos, edición e impresión y automotriz. De este modo, las estimaciones del PIB se han mantenido para el 2017 y han mejorado para el 2018 (3,1% a 3,2%).

Gráfico I.6
Inflación en EEUU

Variación interanual, porcentaje

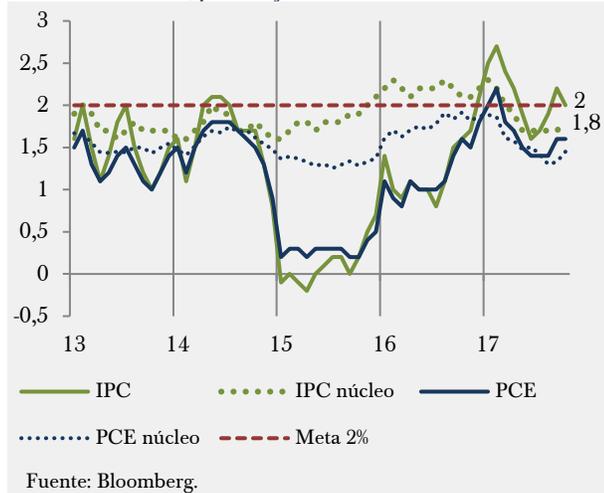


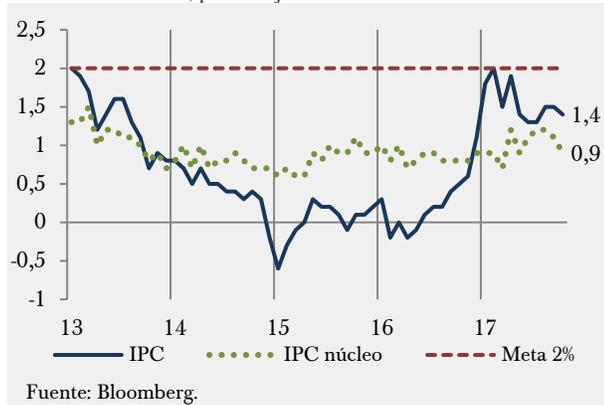
Gráfico I.7
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona

Porcentaje



Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



Inflación y Política Monetaria

Las distintas medidas de inflación de EEUU aumentaron desde el último IPoM. Por un lado, el IPC ascendió a 2,0% interanual en octubre, al igual que su medida núcleo en 1,8% interanual. Por otro lado, el índice de precio PCE aumentó en 1,6% interanual en setiembre, mientras que el PCE núcleo se mantuvo en 1,5% interanual. Estos repuntes de ambas medidas de inflación fue en parte una reacción a los daños ocasionados por los huracanes que afectaron los precios de algunos productos, principalmente de la gasolina.

Respecto a la política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED), considerando las condiciones laborales y de inflación realizadas y esperadas, estaría aumentando el rango objetivo de fondos federales en [1,25% - 1,5%] en la reunión de diciembre. A pesar del perjuicio de los huracanes, se espera que la economía de EEUU siga creciendo a ritmo moderado durante el año 2017, que el mercado laboral siga fortaleciéndose y que la inflación permanezca por debajo de la meta hasta finales del 2018. En línea con la postura de política monetaria acomodaticia de la FED, se esperan más alzas en la tasa de política a lo largo del siguiente año. Adicionalmente, cabe destacar, que la FED ha comenzado su programa de normalización de hoja de balance en octubre.

En la Eurozona, la tasa de inflación registró un aumento de 1,4% interanual en octubre, afectada por los precios de la energía y los alimentos, mientras que la inflación núcleo se desaceleró desde el último IPoM. En cuanto a la política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia en la reunión de noviembre y lo seguiría haciendo al menos hasta setiembre del 2018 ya que considera necesario seguir con su perfil acomodaticio para asegurar un nivel de inflación compatible con su meta de mediano plazo. La tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,4%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25%. En cuanto a la política monetaria no convencional, desde enero del año entrante las compras de activos disminuirán de 60 a 30 mil millones de euros mensuales.

En la región, la inflación de Brasil siguió bajando incluso por debajo de la meta de 4,5%, ubicándose en 2,7% interanual en octubre. Del mismo modo, la inflación núcleo también siguió con su tendencia descendente, quedando en 3,98% en

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

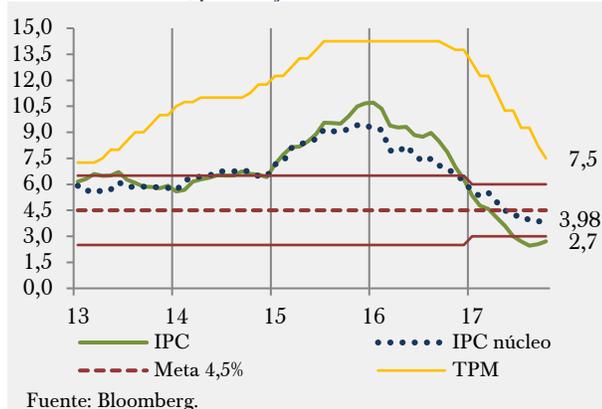


Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación mensual, porcentaje

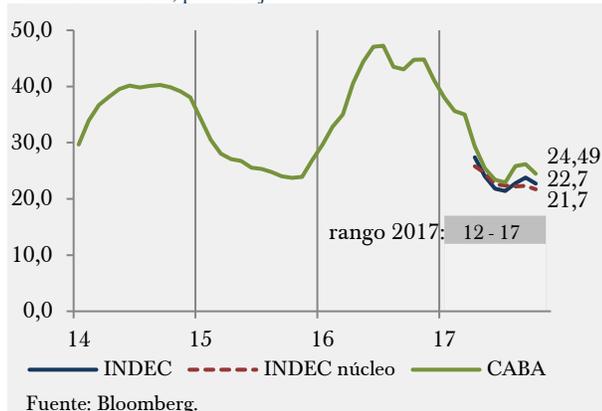
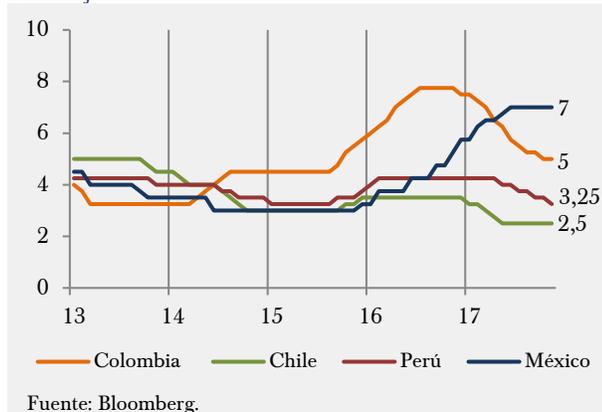


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



octubre, también por debajo de la meta. Según la encuesta de Focus, se espera que la inflación permanezca por debajo de la meta, tanto para 2017 (3,03%), como para el 2018 (4,02%). De este modo, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidiría seguir bajando la tasa SELIC desde el último IPoM hasta 7% en diciembre, siguiendo de esta manera con su plan de estabilización de la economía de Brasil. El mercado espera que la tasa de política monetaria se mantenga en 7% a lo largo del 2018.

Desde el último IPoM, la inflación general del INDEC de Argentina retomó su senda descendente en octubre, mientras que la inflación núcleo siguió cayendo hasta 21,7% interanual. Por otro lado, la inflación medida por CABA tuvo una disminución en octubre, luego de dos meses consecutivos de suba (agosto y setiembre). Sin embargo, se espera que continúe la reducción paulatina de la inflación en los próximos meses debido a la implementación del esquema de metas de inflación por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA) donde se compromete a cumplir con una meta de inflación decreciente en el tiempo: rango de [12% - 17%] para 2017, rango de [8% - 12%] para 2018, y 5% a partir de 2019. De esta manera, el BCRA decidió aumentar su tasa de política monetaria en dos ocasiones desde el último IPoM hasta ubicarse en 28,75%.

Entre los demás países con metas de inflación de la región se observó una reducción de la tasa de política monetaria con respecto al IPoM anterior en Colombia (5,25% a 5,0%) y Perú (3% a 3,25%), mientras que en México y Chile se mantuvieron sus tasas de política en 7% y 2,5% anual respectivamente (Gráfico I.11).

Materias primas

Los precios de los *commodities* presentaron comportamientos mixtos en relación a lo presentado en el IPoM anterior. Así, el precio de la soja registró un aumento de 2,3%; sin embargo, se mantendrían próximos a estos niveles hasta marzo del año 2018 según indican los precios futuros. En cuanto al precio del trigo, se ha registrado una disminución de en 3,2%, aunque se espera cierta mejora en el siguiente trimestre. El precio del maíz cayó 1,2% en relación al informe anterior, tendencia que se revertiría para los meses siguientes. Finalmente, el precio de la carne se recuperó con un importante aumento de 12,5%, y la expectativa del

Gráfico I.12
Precios de commodities
Índices, enero 2012 = 100

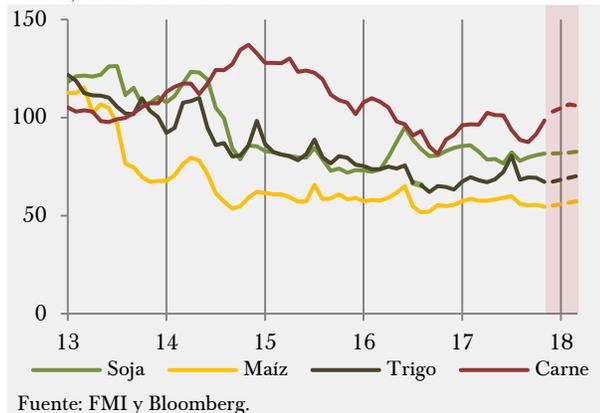


Gráfico I.13
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril

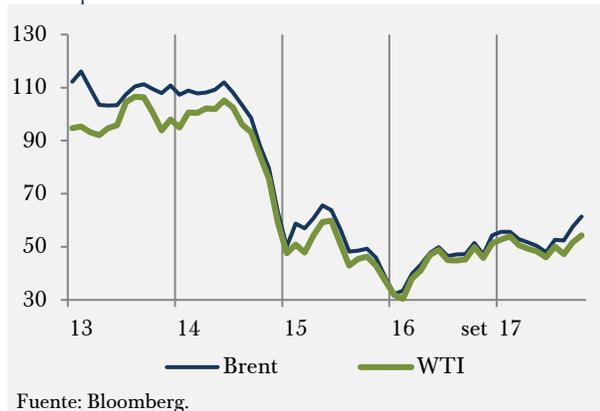
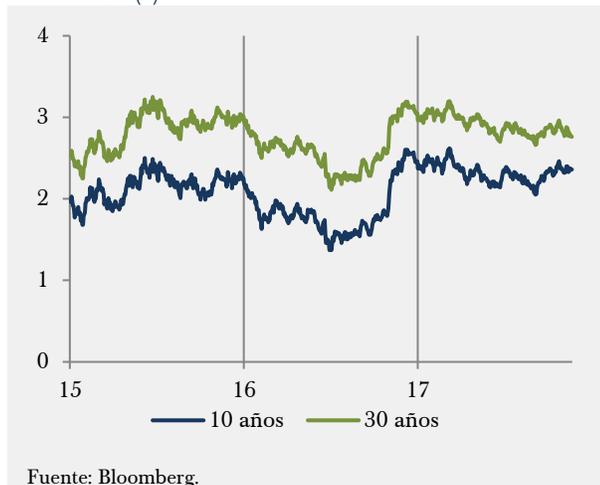


Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



mercado de futuros indica que continuaría mejorando durante el siguiente trimestre.

Los precios internacionales del petróleo aumentaron nuevamente desde el IPoM anterior explicado, principalmente, por el acuerdo entre Arabia Saudita y Rusia para recortar los suministros de petróleo hasta el próximo año y la caída del número de plataformas y existencias del hidrocarburo en EEUU. En particular, el precio del petróleo Brent subió en 6,7%, mientras que el de WTI se incrementó en 5,2% respecto al informe anterior. Los mercados de futuros sugieren que el mercado espera un paulatino aumento en los próximos trimestres, debido al aumento de la demanda global que acompaña a la recuperación económica mundial y a los acuerdos de la OPEP de continuar con los recortes en la producción.

Mercados financieros internacionales

En lo que respecta a los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU con vencimiento a 10 y a 30 años, ambos mostraron comportamientos mixtos desde el IPoM anterior, ya que fueron influenciados por varios factores como las tensiones con Corea del Norte, la incertidumbre en torno a la reforma impositiva y a la designación del nuevo gobernador de la FED. Así, también han afectado las noticias en torno a la postura de la FED respecto al ajuste de la tasa de política monetaria, así como su anuncio del inicio del programa de reducción de hoja de balance. El repunte de la inflación también tuvo su influencia en los rendimientos de los bonos. De esta forma, luego de cierta volatilidad los rendimientos quedaron finalmente en niveles similares a los del IPoM anterior.

En comparación con el informe anterior, el índice bursátil de los Estados Unidos aumentó 5,3% apoyado por las condiciones económicas favorables. Por otro lado, el índice Nikkei se recuperó 5,8% gracias a que los inversores afrontaron con optimismo los resultados de las elecciones de Japón. Por su parte, el índice europeo, se mantuvo relativamente en el mismo nivel desde el IPoM anterior, principalmente, debido a las tensiones políticas que se presentaron en Cataluña y Alemania. Finalmente, el índice de mercados emergentes tuvo un crecimiento de 6,4% con respecto al informe anterior, en parte debido al buen desempeño de sus economías, especialmente aquellas dependientes de las materias primas como el cobre y el

Gráfico I.15
Mercados bursátiles internacionales
Índices, enero 2015 = 100

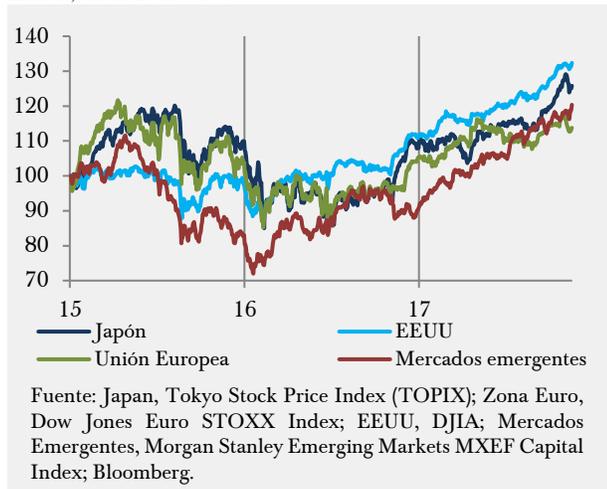


Gráfico I.16
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



petróleo. Aun así, podrían verse afectadas negativamente por las expectativas crecientes de endurecimiento monetario de EEUU y Europa así como por el fortalecimiento reciente del dólar.

La cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se apreció 0,8% en comparación con el último informe. Esta subida en la cotización de la divisa norteamericana es atribuida a las expectativas sobre la política monetaria de la FED y a la reforma impositiva del gobierno, así como al debilitamiento de monedas como el euro y el yen.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1
Tasas de política monetaria y de IRM

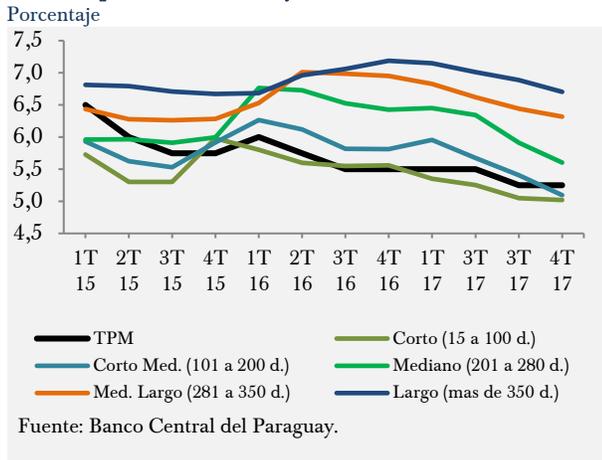


Gráfico II.2
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

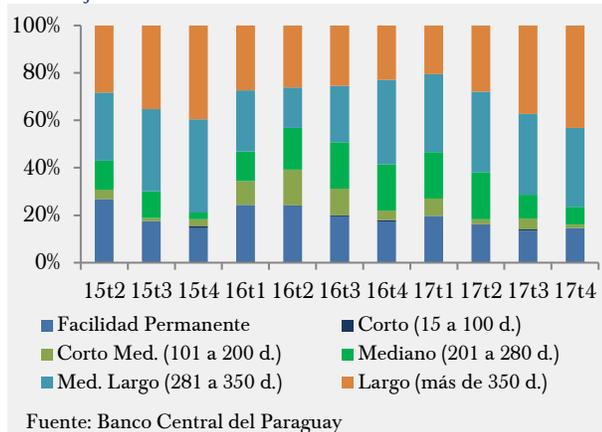
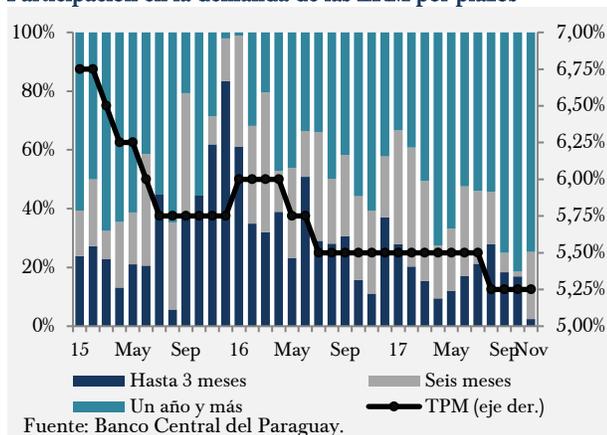


Gráfico II.3
Participación en la demanda de las LRM por plazos



Política Monetaria

En las reuniones del último trimestre del año, el Comité señaló que en el plano internacional la situación económica siguió mejorando conforme a lo previsto, al tiempo que la incertidumbre se mantenía en niveles bajos. Asimismo, en la región, los indicadores de actividad de las principales economías continuaban consolidándose y con buenas perspectivas para el próximo año.

En cuanto al ámbito doméstico, la actividad económica había evolucionado favorablemente y se mantuvo en torno a las proyecciones de crecimiento para el 2017. Adicionalmente, la inflación total se había incrementado, situación principalmente explicada por el aumento de precios de unos pocos productos de la canasta, específicamente rubros volátiles. Dado esto, los indicadores de la inflación subyacente habían mostrado un comportamiento a la baja, consistentes con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. Por otro lado, las expectativas se mantuvieron alineadas con el objetivo inflacionario.

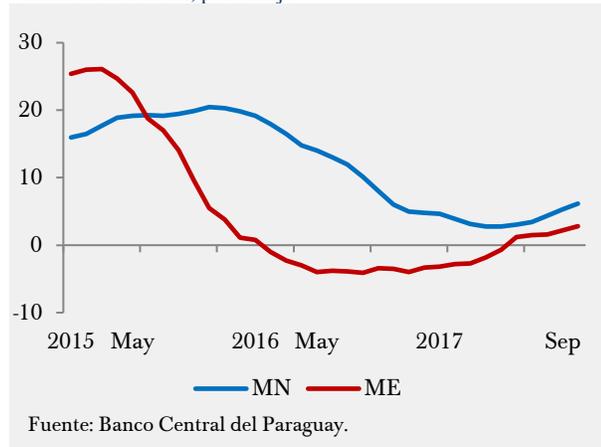
Por ello, el Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA), dado el escenario presentado, la evolución de la actividad económica y de la inflación en línea con las proyecciones, consideró mantener la tasa de política monetaria en 5,25% anual en las últimas tres reuniones del año.

Instrumentos de Regulación Monetaria

Las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) mostraron una recomposición hacia los plazos más largos en los primeros dos meses del cuarto trimestre de 2017. Del total de las colocaciones, el largo plazo (más de 350 días) mostró la mayor participación (43,2%) y el plazo corto-mediano (101 a 200 días) sufrió la mayor reducción en la recomposición. Así, la suma acumulada del mediano largo (281 a 350 días) y el largo (más de 350 días) asciende al 76,4% en comparación al 71,4% del tercer trimestre de 2017 (gráfico II.2).

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



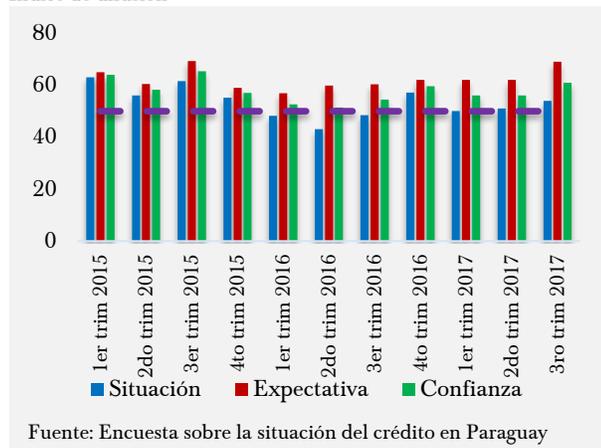
En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el cuarto trimestre del año se registró un menor apetito por los plazos de los instrumentos de hasta 3 meses con una disminución del 76,0% con respecto al tercer trimestre, también se observaron disminuciones en los plazos iguales o superiores a seis meses. Así, en el cuarto trimestre del año la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 10,9% del total, la de 6 meses representó el 10,6% y la de 1 año y más representó el 78,6% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el último informe, el crecimiento de los créditos ha seguido recuperándose gradualmente, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Asimismo, las expectativas han mejorado en los últimos trimestres.

Gráfico II.5
Índice de situación, expectativas y confianza del Crédito

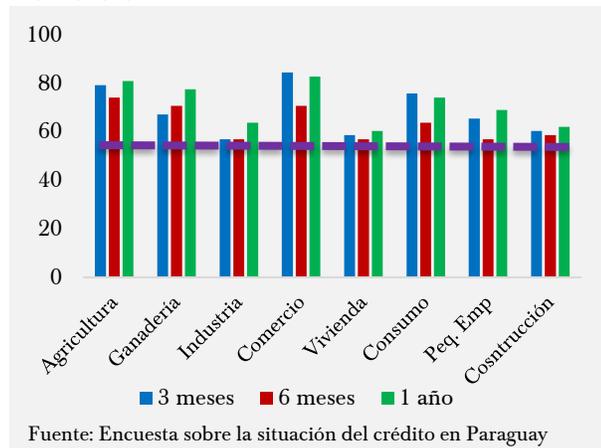
Índice de difusión



Por un lado, los créditos en moneda nacional registraron un aumento interanual de 6,6% en octubre, tasa superior al 5,6% de agosto (IPoM de setiembre). Por otro lado, los créditos en moneda extranjera presentaron un incremento interanual del 2,8%, también superior a la tasa registrada en agosto (1,6%) (gráfico II.4).

Gráfico II.6
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del crédito.

Índice de difusión



En cuanto a las expectativas, según la Encuesta sobre Situación General del Crédito (Tercer Trimestre 2017), el 55% de los intermediarios financieros considera que la coyuntura económica es óptima para el otorgamiento de créditos. Este porcentaje ha ido aumentando en los últimos trimestres, lo cual está en línea con la recuperación de los créditos en el periodo reciente.

Además, el índice de situación económica como el de expectativas se mantiene en zona de expansión, situación que también refleja perspectivas positivas para la consolidación de la recuperación del mercado de crédito paraguayo (gráfico II.5).

Asimismo, según la encuesta mencionada, los índices de expectativas de los diferentes sectores se encuentran en la zona de expansión. Se destacan las expectativas favorables para los créditos al consumo y al comercio para el último trimestre, coherente con la mayor dinámica que caracteriza a la actividad comercial hacia fines de año (gráfico II.6).

Gráfico II.7
Volumen negociado en la BVPASA
En miles de millones de guaraníes

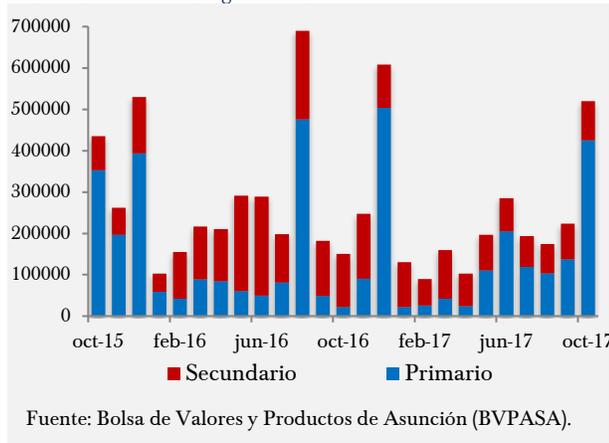


Gráfico II.8
Tipo de cambio nominal respecto al dólar
Índice 18-dic-2013 = 100

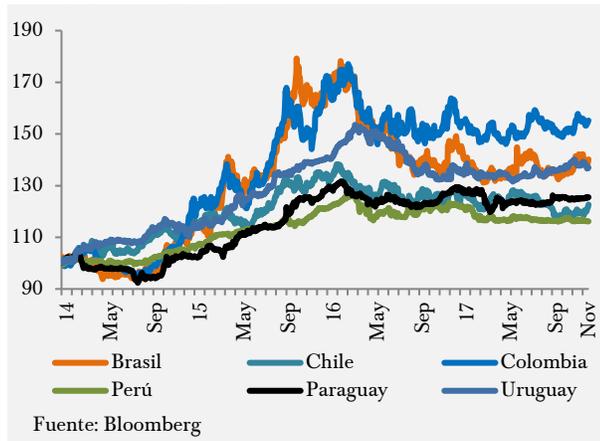
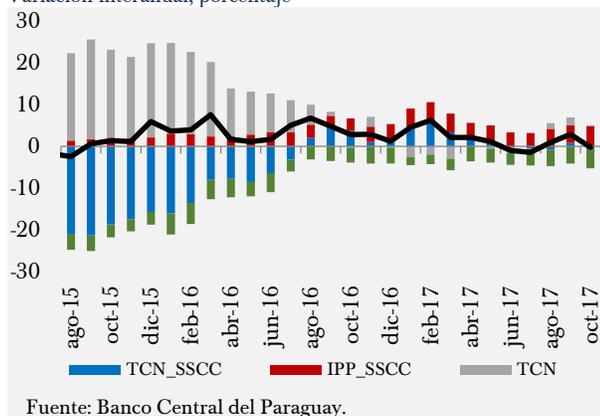


Gráfico II.9
Tipo de cambio real multilateral
Variación interanual, porcentaje



Mercado bursátil

El total negociado en la bolsa de valores al mes de octubre registró una disminución acumulada de 16,5%. Este resultado es explicado por la disminución de las operaciones acumuladas en el mercado secundario (41,7%), en tanto, el mercado primario presentó un incremento (20,2%). Por su lado, del total negociado durante el año, el 58,6% correspondió a transacciones en el mercado primario y 41,4% al mercado secundario (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en octubre, la distribución es la siguiente: bonos públicos (79%), bonos corporativos (10%), bonos subordinados (6%), acciones (3%), títulos de crédito (1%) y bonos financieros (1%).

En octubre la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 7,2% para las operaciones en moneda nacional y 7,3% para aquellas en moneda extranjera. Es importante mencionar que la tasa en guaraníes ha sido influenciada por la emisión de bonos del Tesoro, cuyas tasas normalmente son inferiores a las de las colocaciones en guaraníes de las empresas privadas.

Tipo de cambio

En el cuarto trimestre el guaraní y el sol peruano se apreciaron con respecto al dólar en 0,21% y 0,85%, respectivamente en comparación al tercer trimestre. A diferencia de estas dos monedas, el real brasilero, el peso chileno, el peso colombiano, y el peso uruguayo se depreciaron en 2,46%, 2,32%, 2,00% y 0,03% respectivamente en el cuarto trimestre en comparación con el tercero (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció en 0,2%, en términos interanuales, en octubre de 2017. El factor que explica este fenómeno es principalmente la apreciación del tipo de cambio nominal local (guaraníes por dólar) con respecto al de los socios comerciales, ya que las tasas de inflación fueron similares (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

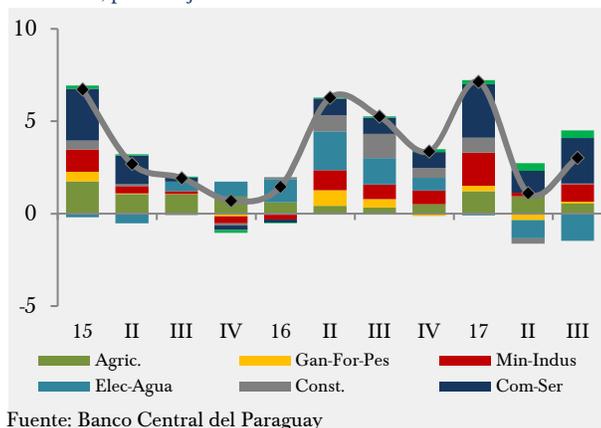
Sectores	Pond. 2016	2016				2017		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	18,7	2,8	2,2	2,2	2,7	5,5	5,1	3,7
Ganadería, forestal y pesca	6,5	-1,1	14,3	5,6	-1,8	5,3	-5,4	1,3
Industria y minería	10,8	-2,3	10,8	7,0	7,0	17,0	1,9	8,3
Electricidad y agua	11,5	11,9	20,0	13,2	6,4	-0,7	-8,3	-12,7
Construcción	4,2	2,7	23,0	33,6	14,7	22,6	-6,8	0,7
Servicios	42,1	-0,4	2,1	2,0	2,0	7,1	2,8	5,7
Impuestos a los productos	6,1	-0,6	0,7	0,9	2,5	3,9	6,8	6,6
PIB Total	100,0	1,5	6,3	5,3	3,4	7,1	1,1	3,0
PIB sin Agric. y sin Bin.	71,5	-0,4	5,2	4,7	3,2	8,7	1,9	5,3

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. 2016	2016				2017		
		I	II	III	IV	I	II	III
Demanda Interna	91,0	-0,9	1,5	2,0	6,0	7,2	4,6	4,8
Consumo hogares	61,7	1,2	1,7	1,5	2,5	3,5	4,1	4,2
Consumo gobierno	8,8	-0,6	-4,0	-5,4	-1,4	-2,9	4,1	3,0
Formación Bruta de Capital	20,6	-8,2	3,7	6,6	19,6	26,4	6,5	7,5
Exportaciones	56,2	0,0	5,7	5,3	0,0	8,6	-1,5	8,0
Importaciones	47,2	-4,8	-3,0	-0,7	5,0	9,2	4,3	12,2
PIB Total	100	1,5	6,3	5,3	3,4	7,1	1,1	3,0

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La actividad económica mostró un mayor dinamismo en el tercer trimestre de 2017, con un crecimiento del PIB de 3% (1,1% en el segundo trimestre). Por el lado de la oferta, este resultado se explicó principalmente por el mejor desempeño de los servicios y la manufactura, y en menor medida, por ganadería y construcciones. Por el lado del gasto, se verificó una mayor expansión de la demanda interna, específicamente del consumo privado y de la inversión. De esta manera, la tasa acumulada al tercer trimestre se sitúa con 3,8%.

El sector servicios ha verificado un importante crecimiento interanual de 5,7% en el tercer trimestre del 2017 (2,8% en el segundo). Este desempeño se explica en gran medida por los buenos resultados observados en la actividad comercial. Adicionalmente, otras actividades de servicios han mostrado una expansión, tales como el transporte, los servicios a las empresas, servicios a los hogares, servicios gubernamentales, hoteles y restaurantes (tabla III.1). Al cierre del tercer trimestre este sector acumula un crecimiento de 5,2%.

Por su parte, la industria manufacturera presentó una significativa expansión interanual de 8,3% (1,9% en el trimestre anterior) y una variación acumulada de 9,1% al tercer trimestre de 2017. La producción de bebidas y tabacos, productos metálicos, papel, maquinarias y equipos, químicos, molinería y panadería fueron los principales impulsores del crecimiento del sector. Estos resultados positivos fueron atenuados por los menores niveles de producción de los sectores de la carne, aceites, azúcar, cueros y calzados.

En cuanto al sector de la ganadería, forestal y pesca, el mismo registró un incremento interanual de 1,3% (-5,4% en el trimestre anterior), resultado explicado básicamente por los buenos niveles alcanzados por los otros productos pecuarios como la producción de leche cruda, huevos y aves. El faenamiento de ganado vacuno presentó una ligera disminución debido a las condiciones climáticas adversas registradas (heladas). Con este resultado, el crecimiento acumulado del sector se sitúa en 0,3%.

Con relación a la agricultura, en base a la última actualización del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) sobre la

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

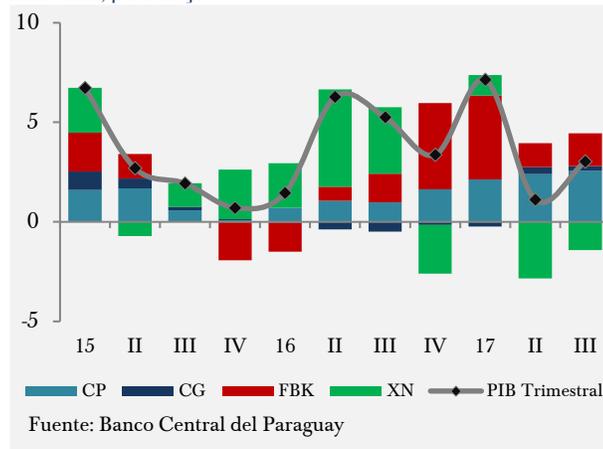


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

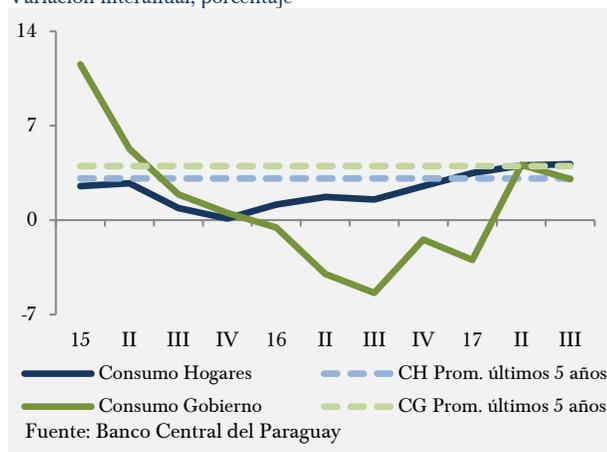


Gráfico III.4
Importaciones para consumo interno
Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



campana agrícola 2016/2017, el sector presentó un crecimiento interanual de 3,7%, resultado sustentado principalmente por la producción de soja, además del buen desempeño de otros cultivos como el arroz, el poroto y el tabaco. Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula un crecimiento de 4,9%.

Por otro lado, el sector de la construcción muestra un leve crecimiento en el tercer trimestre de 2017, registrando un incremento interanual de 0,7% y alcanzando con esto un crecimiento acumulado de 4,4%. Si bien las condiciones climáticas han sido más favorables respecto al trimestre anterior, el resultado interanual estuvo condicionado por un efecto base de comparación, dado el fuerte crecimiento del sector observado en el mismo trimestre del año anterior.

Por su parte, el sector de electricidad y agua (que incluye las binacionales) registró una variación interanual de -12,7%. Este desenvolvimiento del trimestre obedeció de nuevo a la menor generación de energía eléctrica de las binacionales, la cual registró un nivel de producción récord en el mismo trimestre del año 2016. No obstante, esta reducción en la generación fue compensada parcialmente por el incremento en la distribución de electricidad y agua.

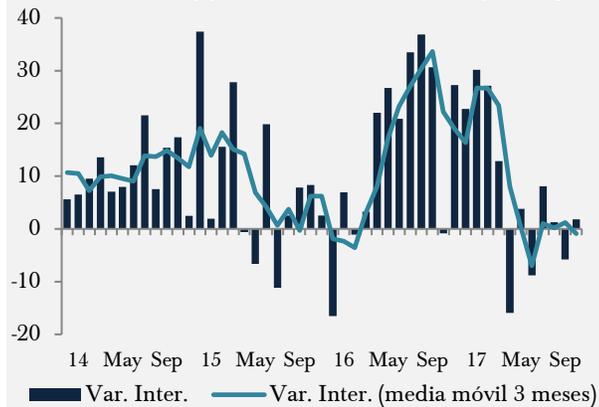
Desde el enfoque del gasto, en el tercer trimestre de 2017, el impulso positivo del PIB sigue siendo sostenido por la demanda interna (incremento interanual de 4,8%), fundamentalmente por el desenvolvimiento positivo del consumo y de las inversiones, aunque atenuado parcialmente por las exportaciones netas.

Entre los principales componentes de la demanda interna, se han verificado aumentos de 4,2% en el consumo total y de 7,5% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones interanuales positivas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual de 4,2%, impulsado básicamente por la recuperación de las compras de los bienes durables (equipamientos del hogar, vehículos automotores), vestimenta, alimentos, bebidas y tabaco; lo cual va en línea con el sostenido aumento de las importaciones de bienes para consumo interno y la reactivación, en parte, de las promociones de compras con tarjetas de créditos. A su vez,

Gráfico III.5
Indicador del sector construcción

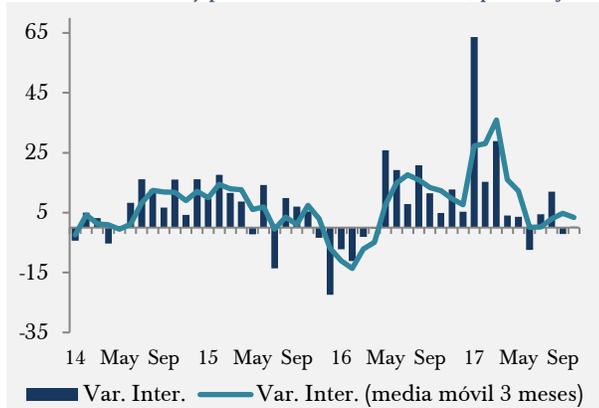
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.6
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.7
Importaciones bajo el régimen de turismo

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



Fuente: Banco Central del Paraguay

el consumo público muestra un crecimiento interanual del 3,0%.

El resultado registrado por la formación bruta de capital se explica por los incrementos de la inversión en maquinarias y equipos, la inversión física del gobierno y en menor medida por las construcciones privadas.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron crecimiento interanual de 8,0%, mientras que las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 12,2%.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el trimestre, con 4,4 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, contribuyendo el consumo total con 2,8 p.p., la FBK con 1,6 p.p. y las exportaciones netas con -1,4 p.p.

Finalmente, de acuerdo a los indicadores adelantados, la actividad económica mostraría un mejor desenvolvimiento en el último trimestre sustentado básicamente por los sectores de servicios e industrias manufactureras. De igual forma, la demanda interna continuaría con la buena dinámica que ha venido mostrando durante el año.

Cuenta Corriente

Con los últimos datos disponibles las estimaciones de los componentes de la cuenta corriente del año 2017 fueron revisadas con respecto a las presentadas en el IPoM de setiembre. Estas revisiones dieron como resultado un déficit de USD -364,9 millones (-1.2% del PIB).

La corrección señalada se explica fundamentalmente por una revisión a la baja en las proyecciones de la balanza comercial, explicada principalmente por el incremento sostenido de las importaciones, las cuales cerrarían el año con un crecimiento significativo. Esta situación llevó a revisar nuevamente al alza las importaciones, en este caso de 11,3% a 17%. Los incrementos se observan en todos los niveles, tanto en las importaciones de bienes para consumo como los intermedios y de capital. En este último se encuentran las importaciones bajo el régimen de turismo que experimentaron un aumento considerable en el periodo analizado.

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

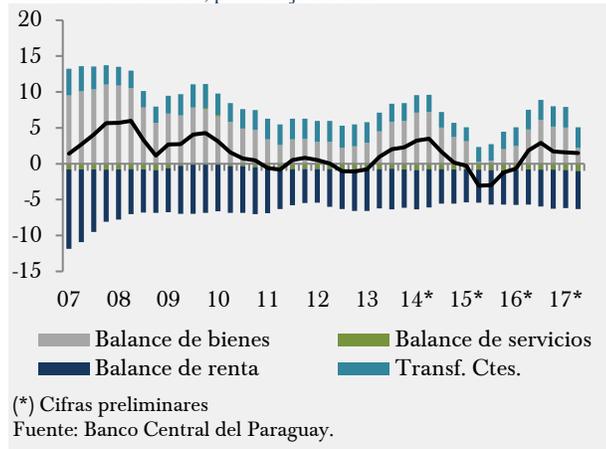


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2016 *	2017 (f)	2018 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	414,5	-364,9	-335,8
Balanza Comercial	1.366,5	452,0	534,0
Exportaciones	11.155,4	12.015,5	12.522,9
Importaciones	-9.788,8	-11.453,0	-11.988,9
Servicios	-221,1	-282,9	-290,7
Renta	-1.506,4	-1.474,2	-1.466,8
Transferencia Corriente	775,5	829,6	887,7
Cuenta Corriente (% PIB)	1,5	-1,2	-1,1

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por el lado de las exportaciones, también experimentaron un ajuste al alza, de 6,7% al 7,7%, sustentadas por el mejor desempeño de las exportaciones registradas en los últimos meses, dentro de las cuales se destaca el aumento en los envíos de productos tradicionales como la semilla de soja y la carne, así como productos de manufactura de origen industrial. Otro de los sectores gravitantes en este resultado es el de las reexportaciones, que alcanzaron en este periodo niveles muy elevados, comparados con el mismo periodo del año anterior.

Para el 2018 se proyecta nuevamente un aumento de las exportaciones totales, sustentado principalmente en i) las expectativas ligeramente positivas para los precios de los principales rubros en los mercados internacionales, ii) la apertura de nuevos mercados para la carne, iii) la recuperación de los cereales que registraron una caída este año, iv) la buena dinámica de las exportaciones bajo el régimen de maquila, v) la recuperación de las exportaciones de energía y vi) el aumento de las reexportaciones.

Asimismo se prevé un aumento de las importaciones, en línea con las perspectivas positivas para el consumo privado, como así también con el mejor escenario de las economías vecinas, que en cierta medida pueden seguir impulsando las importaciones bajo el régimen de turismo que son destinadas preferentemente a la reexportación.

Con este escenario, la cuenta corriente estimada para el año 2018 cerraría con un déficit del orden de USD 335,8 millones (-1,1% del PIB).

Finanzas públicas

Desde el último IPoM, se ha observado un aumento interanual de las principales cuentas fiscales, ingresos y gastos totales. Al respecto, el comportamiento de los ingresos refleja una mejora en la recaudación de aquellos ingresos más ligados a la evolución de la actividad económica (tributarios). Asimismo, el gasto total ha registrado un aumento desde el informe anterior.

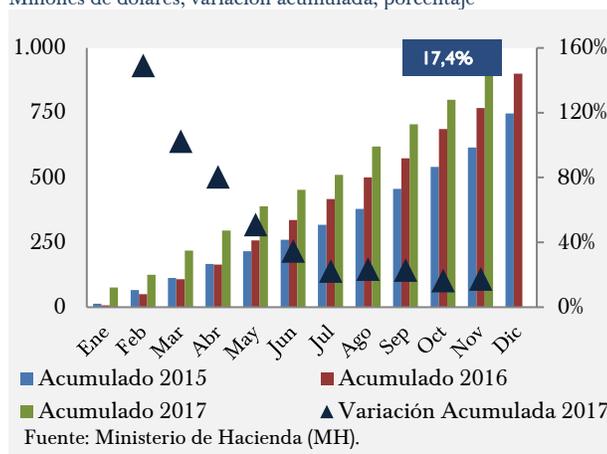
Con relación a los ingresos fiscales, el ingreso total recaudado a noviembre ascendió a 27,7 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 8,5%. Esta variación se explica, especialmente, por la contribución positiva de los ingresos tributarios (8,9 p.p.) los cuales acumularon a

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

	Noviembre 2016	Noviembre 2017	Variación (%)
Ingreso total recaudado	25.536	27.696	8,5
Ingresos tributarios	17.727	19.991	12,8
Otros ingresos	7.809	7.705	-1,3
Gasto total obligado	22.707	24.327	7,1
Remuneración a los empleados	11.158	11.735	5,2
Uso de bienes y servicios	2.165	2.295	6,0
Prestaciones sociales	3.530	3.958	12,1
Otros gastos	5.855	6.339	8,3
Adquisición neta de activos no financieros	3.853	4.522	17,4
Balance operativo	2.828	3.369	
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1.024	-1.153	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.9
Inversión física de la Administración Central
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

noviembre un aumento interanual del 12,8%. Por su parte, los ingresos no tributarios (otros ingresos), que incluyen entre otros a los ingresos provenientes de las Regalías y Compensaciones de Itaipú y Yacypretá, contribuyeron negativamente en la expansión de los ingresos (-0,4 p.p.) al reducirse en 1,3% interanual en el mismo periodo (Tabla III.4).

El gasto total obligado a noviembre totalizó 24,3 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 7,1% respecto al acumulado a noviembre de 2016. Con relación al gasto en remuneración a empleados, se observa un incremento interanual de 5,2%, que está muy por debajo del promedio observado en los últimos 10 años (11,9%).

La Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un crecimiento acumulado de 17,4% al mes de noviembre, por debajo del aumento observado en igual periodo de 2016 (20,1%) (gráfico III.10).

Finalmente, el déficit fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central fue 1,15 billones de guaraníes a noviembre (-0,7% del PIB). Dicho resultado anualizado equivale al 1,4% del PIB, lo cual está dentro de los límites establecidos en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

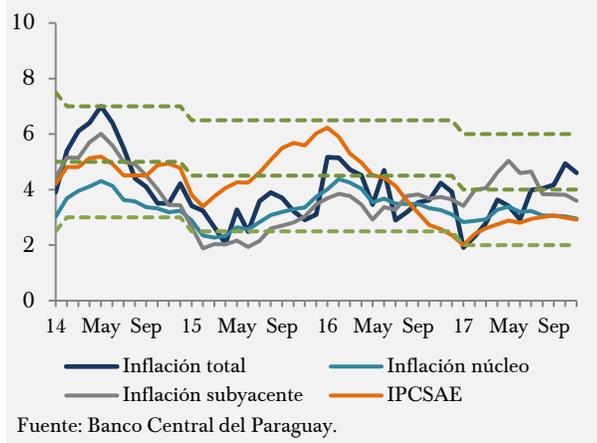


Gráfico III.11
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

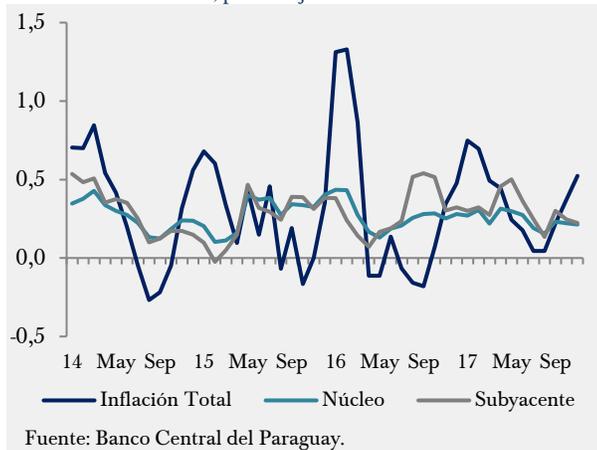
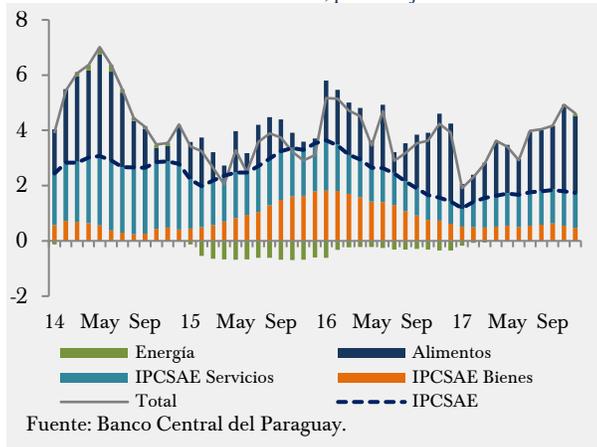


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Evolución de los precios

En el cuarto trimestre, la inflación total se incrementó con respecto al tercero, explicado principalmente por el incremento de precios de productos puntuales del rubro alimenticio. Adicionalmente, se registró un leve aumento en los precios de los servicios, mientras que algunos productos afectados por el tipo de cambio verificaron una reducción. En este contexto, las medidas de tendencia de la inflación continuaron mostrando una trayectoria a la baja.

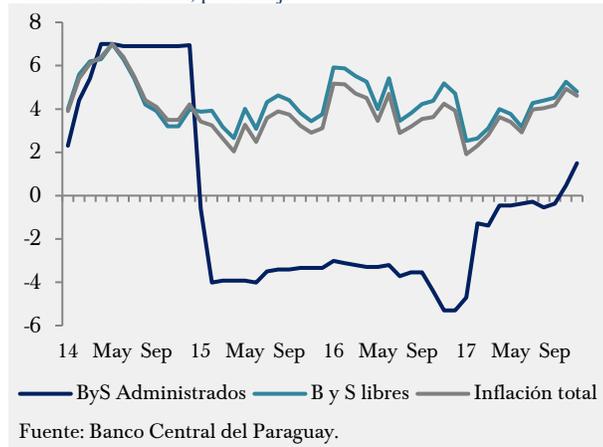
En el mes de noviembre la inflación total registró una variación interanual del 4,6%, mayor al 4,2% observado en setiembre del corriente año. El promedio entre octubre y noviembre se situó en 4,8%, superior al 4,1% verificado en el tercer trimestre del 2017, y también mayor al promedio del 3,9% observado en el cuarto trimestre del año pasado.

Por otra 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%, por debajo de las registradas en el tercer trimestre del año 2017 (4,1%, 4,7%, respectivamente). Asimismo, con respecto a la inflación núcleo se observó una tasa menor, 3% interanual promedio entre octubre y noviembre (3,1% tercer trimestre del 2017) (gráfico III.10).

En términos mensuales, la inflación promedio entre octubre y noviembre fue 0,6%, por encima del 0,2% observado entre julio y setiembre del 2017, y también superior a lo registrado en el cuarto trimestre del año anterior (0,5%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente, ambas promediaron tasas de 0,2%, en tanto las registradas entre julio y setiembre de 2017 fueron de 0,2% y 0,3% respectivamente para ambos indicadores (gráfico III.11).

Por su parte, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el periodo de análisis (octubre - noviembre) promedió una tasa interanual de 3%, similar al promedio registrado en el último IPoM. El comportamiento está explicado por el incremento verificado en los servicios que en promedio mostraron una tasa de variación del 3,5% en octubre y noviembre, levemente superior a la variación promedio interanual del 3,4% observado entre julio y setiembre. En tanto que, en el IPCSAE bienes, la tasa de variación interanual, en promedio, descendió de 2,5% (en el tercer trimestre del año) a 2,2% en el periodo octubre-noviembre. Esto como consecuencia de la

Gráfico III.13
Inflación de bienes y servicios administrados
Variación interanual, porcentaje



baja de precios de los bienes de origen importado relacionados con la variación del tipo de cambio guaraní/dólar (gráfico III.10) (gráfico III.12).

Dentro de la agrupación de alimentos se destacaron los aumentos de precios de los rubros volátiles de la canasta, carne vacuna y harinas, mientras que las bajas de precios de productos lácteos, huevos, y los productos sustitutos de la carne vacuna atenuaron los incrementos mencionados.

Por otra parte, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de 1%, mayor al -0,4% observado entre los meses de julio y setiembre. En tanto que, los bienes libres registraron durante el mismo periodo una tasa interanual promedio de 5% (4,4% en el tercer trimestre del 2017) (gráfico III.13).

Gráfico III.14
Inflación de bienes transables y no transables
Variación interanual, porcentaje

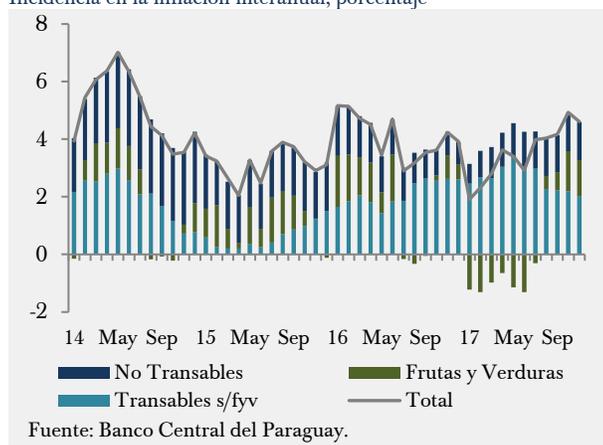


Entre los bienes no transables se destacaron los incrementos de precios en alimentos consumidos en bares y restaurantes, servicios relacionados a la salud y los servicios de cuidado personal, entre otros (gráfico III.14) (gráfico III.15).

Por otro lado, en el periodo octubre–noviembre los precios de los bienes duraderos mostraron una reducción, especialmente en aquellos bienes de origen importado cuyo comportamiento fue favorecido por la apreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano observado en éste periodo (gráfico III.16).

Con relación a los bienes derivados del petróleo, durante el cuarto trimestre, los mismos registraron leves aumentos como consecuencia de la suba del precio del gas de uso doméstico.

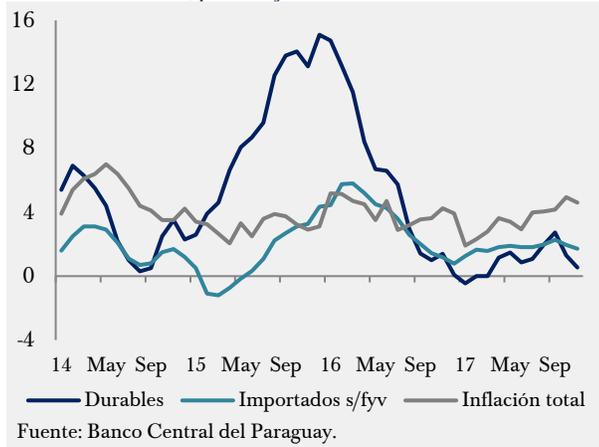
Gráfico III.15
Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 19,4% (octubre y noviembre), inferior al promedio observado en julio y setiembre (23,3%) y también menor al promedio histórico de 32,6% (gráfico III.17).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en términos mensuales, en octubre de este año, la variación fue de 0,1%, superior a la variación promedio mensual observada en el tercer trimestre (-0,8%). Este resultado se explicó principalmente por el aumento de los precios internacionales del maíz, carne, y azúcar. Por su parte, la variación interanual promedio en este lapso fue 3,5%,

Gráfico III.16
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



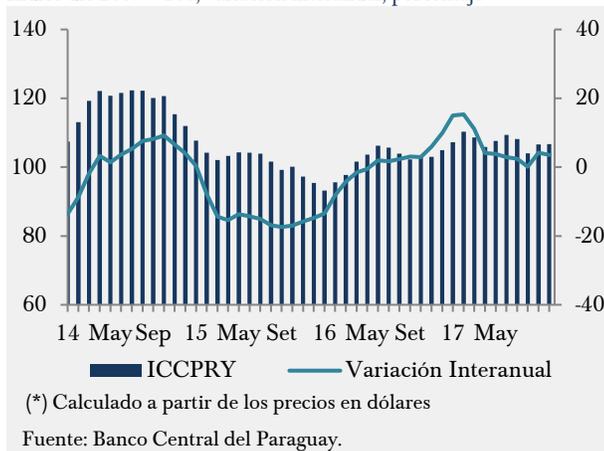
por encima del 2,2% observado entre julio y setiembre del año 2017 (gráfico III.17).

Finalmente, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de noviembre, la mediana de las expectativas de inflación se ubica en 4% para el cierre del año 2017. Asimismo, tanto para el 2018 como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman también una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.17
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



Gráfico III.18
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2017	2018	2017	2018	2019
Mundo	3,4	3,5	3,6	3,7	3,6
EE UU	2,2	2,3	2,2	2,5	2,1
Eurozona	2,1	1,8	2,3	2,1	1,8
China	6,7	6,4	6,8	6,4	6,2
Brasil	0,7	2,4	0,8	2,5	2,5
Argentina	2,8	3,1	2,8	3,2	3,1
Socios comerciales	2,1	2,5	2,2	2,6	2,7
Socios Mercosur	1,3	2,5	1,4	2,6	2,7

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

La economía a nivel global presenta cierta mejora en su ritmo de crecimiento, luego del mejor desempeño que mostraron los indicadores de actividad económica de la mayoría de los países en los últimos meses. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo reflejan un mayor optimismo respecto a lo presentado en el IPoM anterior; no obstante, persisten algunos riesgos a la baja por la incertidumbre política en algunas economías.

Desde el IPoM de setiembre, las previsiones de crecimiento mundial para 2017 y 2018 fueron revisadas al alza en 0,2 p.p. Así, el crecimiento del PIB mundial sería de 3,6% y 3,7% en 2017 y 2018, respectivamente (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones se mantienen en 2,2% para el año 2017 y se estima un crecimiento de 2,5% en 2018, superior al 2,3% previsto en el IPoM anterior. Las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas hacia arriba de 2,1% a 2,3% en 2017 y de 1,8% a 2,1% en 2018.

La estimación de crecimiento para China presenta una revisión marginal al alza para 2017, con lo que la tasa de crecimiento del PIB pasaría de 6,7% a 6,8% en 2017 y se mantendría en 6,4% para 2018.

Con respecto a las economías de la región, las perspectivas para Brasil han mejorado en 0,1 p.p. para 2017 y 2018 respecto del IPoM anterior (0,7% y 2,4% respectivamente). Por su parte, Argentina mantiene su crecimiento estimado en 2,8% para este año y presenta una revisión marginal al alza en su proyección de crecimiento para el 2018, de 3,1% a 3,2% para el 2018. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los socios comerciales se revisan marginalmente al alza para el 2017 y el 2018 respecto a lo previsto en el IPoM anterior (tabla IV.1).

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se prevé una mayor tasa de inflación respecto a la prevista en el IPoM de setiembre. Al respecto, se espera que este año se ubique en 2,1% (2,0% IPoM anterior) y se mantenga en dicho nivel en

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

	2017	2018(f)	2018(i)
Sector Primario	4,8	2,6	0,7
Agricultura	5,7	1,2	0,2
Ganadería	1,5	8,5	0,4
Otros Primarios	4,9	0,4	0,0
Sector Secundario	2,0	5,8	1,5
Manufactura	9,4	6,6	0,7
Construcción	5,0	7,0	0,3
Electricidad y Agua	-6,0	4,5	0,5
Sector Terciario	5,3	4,7	2,0
Gobierno General	1,8	1,8	0,1
Comercio	9,0	6,0	0,9
Comunicaciones	0,0	3,0	0,1
Otros Servicios ³	5,1	5,4	0,9
Impuestos	5,0	5,0	0,3
PIB a precios de mercado	4,3	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	5,6	5,4	

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

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

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,0	4,3	4,5
Demanda Interna	2,3	6,1	5,0
Formación bruta de capital	6,4	11,5	7,0
Formación bruta de capital fijo	7,9	11,5	7,0
Consumo total	1,2	4,6	4,4
Consumo privado	1,7	5,0	4,7
Consumo público	-2,8	1,5	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	2,7	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-0,7	10,5	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,5	-1,2	-1,1
FBKF (% del PIB nominal)	17,7	19,1	19,3
FBKF (% del PIB real)	19,4	20,7	21,2

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

2018 (2,1% anual). Por otro lado, en la Eurozona, la inflación prevista se mantendría en 1,5% anual en 2017 al igual que en el IPoM anterior y se ubicaría en 1,4% en 2018 (1,3% IPoM de setiembre).

En la región, nuevamente se redujo la expectativa de cierre de la inflación de este año para Brasil. Así, la inflación esperada es de 2,9% anual en el 2017 (3,2% en el IPoM anterior). Mientras tanto para el 2018 se estima también una menor inflación (4,0%) respecto al nivel previsto en el IPoM anterior (4,1%). En contraste, las estimaciones para Argentina fueron corregidas de nuevo al alza tanto para este año como para el próximo. En tal sentido, las estimaciones indican que el 2017 cerraría con inflación de 23,8% (22,5% IPoM de setiembre), mientras que para el próximo año, se prevé un menor nivel de inflación en torno a 16,9% (15,5% IPoM anterior).

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 1,0% en promedio en 2017, igual a lo previsto en el IPoM anterior. En 2018, el rendimiento estimado fue corregido ligeramente al alza tal que alcanzaría en promedio 1,7% (1,625% IPoM de setiembre). Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, las estimaciones indican se ubicaría en promedio en 2,375% anual en 2017, previéndose un aumento gradual durante el 2018 que lo ubicaría en 2,775% anual, en promedio.

Con relación al escenario base doméstico, la estimación de variación del PIB para el 2017 se ajustó ligeramente al alza, de 4,2% a 4,3%. Este resultado está explicado en gran medida por el sector servicios (comercio) y por la industria manufacturera por el lado de la oferta, mientras que, por el lado del gasto, la demanda interna (consumo e inversión) es el principal factor de crecimiento. Por su parte, la proyección inicial para el 2018 se ubica en 4,5%, sustentada nuevamente en la expansión del sector terciario (comercio y otros servicios) y secundario (manufactura, construcciones y electricidad). En menor medida, el sector primario tendrá una contribución positiva, impulsada por ganadería y agricultura, en ese orden (tabla IV.2). Por el lado del gasto, se prevé nuevamente una buena dinámica del consumo privado y de la inversión, mientras que la

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

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

	2016	2017(f)	2018(f)	2019(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,9	4,5	3,9	
Inflación IPC diciembre (**)	3,9	4,2	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,5	3,9	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,5	3,9	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

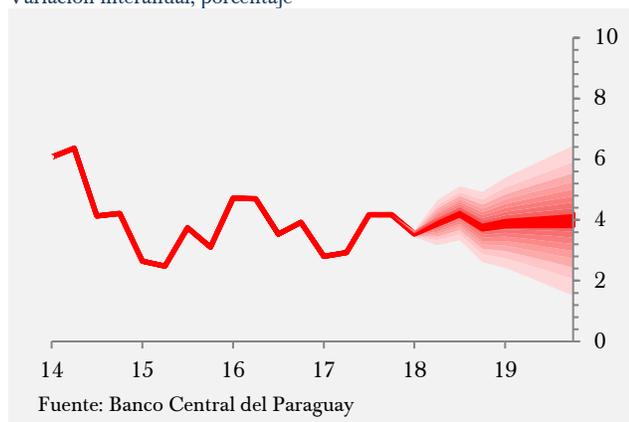
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



demanda externa tendría una incidencia relativamente baja (tabla IV.3).

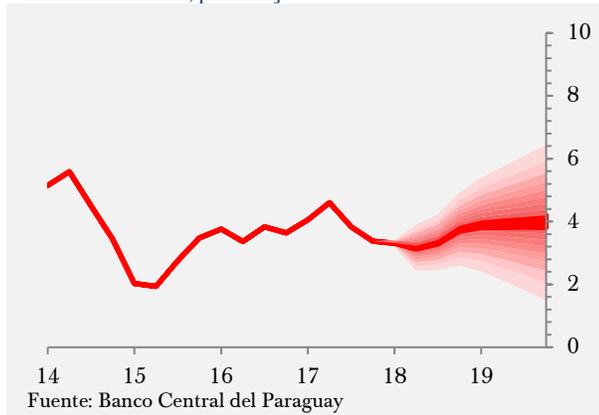
En cuanto a los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en 4,2% para el cierre del año 2017, superior a la del informe anterior (3,8%). Este cambio se explica en gran medida por un aumento de los precios de algunos bienes del rubro alimenticio, principalmente de los productos volátiles, que incrementaron la inflación del último trimestre por encima de la pronosticada previamente. Para el 2018, se estima una inflación en torno a la meta (3,9%). Por su parte, la proyección de la inflación subyacente para diciembre de 2017 aumentó ligeramente de 3,4% a 3,5%, debido en parte a la suba del precio de la carne vacuna, que implicó una tasa de inflación subyacente superior a la estimada en el IPoM anterior para el cuarto trimestre (tabla IV.4). A partir de allí, condicional al escenario más probable para las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación convergerá gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2019 (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

El escenario base refleja aquellos factores y eventos con una probabilidad de ocurrencia más elevada. Sin embargo, existen otros riesgos que podrían desviar a la inflación doméstica de su trayectoria esperada, dada alguna modificación en el ámbito macroeconómico interno y externo.

En el ámbito internacional, se destaca la mejora en las proyecciones de crecimiento de los países avanzados y con ello se prevé también un proceso de normalización gradual de la inflación. En cuanto a Estados Unidos, además del incremento de tasas observado en diciembre, se esperan aproximadamente tres aumentos adicionales en el 2018, conforme a las expectativas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés). Recientemente, el congreso aprobó una reducción de impuestos. En la medida que esta reforma fiscal influya en el crecimiento y en la inflación en una magnitud mayor a la prevista, podría generar alguna incertidumbre sobre el ritmo de ajuste del aumento de tasas, lo cual podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros,

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



depreciar las monedas y aumentar el costo del fondeo externo de las economías emergentes.

En la zona euro, las condiciones económicas continúan siendo favorables y el escenario político también se ha vuelto más benigno recientemente. En este contexto, el bloque también está dando pasos importantes en materia de reformas institucionales, como la propuesta de una unión fiscal que incluiría un superministro de finanzas, un presupuesto específico para la eurozona y la transformación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en un Fondo Monetario Europeo (FME). Una fuente de incertidumbre se deriva de las negociaciones en torno al *Brexit*. Un debilitamiento económico del bloque afectaría a Paraguay más bien por los efectos que pudiera tener la economía global y/o los socios comerciales de Paraguay.

Entre las economías emergentes, se prevé una desaceleración lenta de la economía China. El riesgo de una moderación brusca en el mediano plazo podría darse si no se adoptan las reformas con relación a la deuda corporativa y la reestructuración de la deuda pública. A pesar de la desaceleración prevista, el mayor dinamismo de la economía global contribuiría a limitar los riesgos a la baja para los precios de los *commodities*. De hecho, los pronósticos para el próximo año son bastante similares a los precios del 2017.

En cuanto a la región, se espera una mejora en el crecimiento de Brasil para el próximo año, que dependerá en parte, del éxito en la implementación de las reformas del gobierno. El riesgo se deriva principalmente del ámbito político, que a su vez podría incidir en el avance de estas propuestas. En la medida que la recuperación de Brasil se consolide, el comercio bilateral (principalmente de frontera) puede seguir mejorando.

Por otro lado, Argentina también sigue mostrando signos de recuperación, aunque persiste una inflación elevada y la necesidad de un ajuste fiscal. En este contexto, el gobierno argentino envió un paquete de reformas al Congreso que buscan aumentar la competitividad del sector privado (reforma tributaria y laboral) y alcanzar la consolidación fiscal. En caso de que la inflación se mantenga elevada y el tipo de cambio (guaraníes por peso) continúe en los niveles

actuales, podría seguir observándose el flujo de argentinos que realizan compras en las zonas fronterizas.

En el ámbito local, el principal factor de riesgo proviene de la evolución del tipo de cambio. Hasta ahora, las últimas decisiones de política monetaria de la Fed han sido bien internalizadas por los mercados y no se han observado episodios de volatilidad excesiva o una depreciación significativa de las monedas regionales. Como se ha señalado, una mejora más rápida de la economía de Estados Unidos o un aumento de la inflación por encima de lo previsto podría ser una fuente de incertidumbre en los mercados e influyendo en el fortalecimiento del dólar. Sin embargo, este hecho es un evento que afecta no sólo a Paraguay, sino también a los socios comerciales, y por lo tanto los riesgos de depreciación real importante se atenúan.

Evaluando los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Sin embargo, el Comité continuará monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, a fin de aplicar medidas de política necesarias que permitan la convergencia de la inflación al objetivo de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

Recuadro I: Transmisión de tasas bajo metas de inflación

Introducción

En este trabajo se busca describir la dinámica de la transmisión de tasas de interés, entendiéndose ésta como “el mecanismo a través del cual las decisiones de política monetaria afectan las tasas de interés de los bancos comerciales” (Becerra y Melo, 2008).

Teniendo en cuenta que el Banco Central del Paraguay (BCP) conduce la política monetaria bajo el esquema de metas de inflación (desde 2004 de manera implícita y a partir de 2011 de manera explícita) utilizando como instrumento de política la tasa de interés de más corto plazo, este análisis tiene importantes implicancias en la práctica dado que se busca verificar la existencia de canales de transmisión, como los de demanda agregada y de crédito.

Del mismo modo, se intenta determinar la efectividad, es decir, la magnitud de la respuesta y la velocidad de ajuste de variables que se tienen como objetivos de política ante medidas de política monetaria implementadas.

El Modelo

Se utiliza un modelo simple que describe la actividad bancaria en mercados en competencia perfecta, como se puede ver en Freixas y Rochet (1997).

El modelo se fundamenta en un sistema bancario compuesto de N bancos idénticos, cuya actividad económica consiste en brindar servicios financieros en los que los bancos obtienen depósitos de los hogares y financian las necesidades de inversión de las firmas a través de créditos.

Los bancos comerciales determinan la oferta de crédito y la demanda de depósitos que maximizan sus beneficios, dada la estructura de tasas de interés (de préstamos, de depósitos y con las que los bancos obtienen recursos en el mercado interbancario). Los bancos proveen los servicios de intermediación financiera para transferir los recursos provenientes del ahorro de los hogares, hacia las necesidades de inversión de las firmas.

En su versión más simple, el modelo supone que las empresas obtienen financiación únicamente a través del

sistema bancario, por lo que la inversión será financiada en su totalidad por créditos y, en consecuencia, la inversión total coincidirá con la demanda de crédito.

A partir de estos fundamentos, se define el equilibrio competitivo de la economía como el conjunto de tasas de interés y el conjunto de cantidades (depósitos, préstamos, inversión y ahorro) que satisfacen las siguientes condiciones:

- Dada la estructura de tasas mencionada, los bancos seleccionan la combinación óptima de depósitos y préstamos que maximiza su función de beneficios, sujeta a una estructura de costos determinada y a la restricción de balance.

- En el agregado, el conjunto de tasas de interés vacía los mercados de crédito (inversión), de depósitos (ahorro) e interbancario.

Suponiendo que los bonos del gobierno y los depósitos son sustitutos perfectos, si la autoridad monetaria varía la cantidad de bonos disponibles en la economía, la tasa interbancaria (de créditos y depósitos) se ajustará de tal manera que se mantenga el equilibrio. De esta manera, la autoridad puede controlar la tasa interbancaria a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

Por lo tanto, bajo los supuestos presentados, un incremento en la tasa de política monetaria (considerada exógena) implica un aumento de las demás tasas de interés de la economía (interbancaria, de créditos y depósitos). Adicionalmente, este incremento reducirá la cantidad de crédito y depósitos en la economía.

Bajo este esquema, el canal de transmisión de la política monetaria se deriva de la relación existente entre la tasa de política, la tasa de interés interbancaria y las tasas de interés de los créditos de los bancos, afectando de esta

manera la inversión y la demanda agregada (Canal de crédito bancario, Mishkin 1996).

Aproximación empírica

El análisis se restringe a tratar de identificar las relaciones dinámicas entre las tasas de interés interbancaria, de créditos y depósitos, ya que se constituyen en la primera etapa del canal de transmisión de la política monetaria.

Las relaciones entre las tasas de interés se pueden aproximar por un modelo VARX⁴ (Bernanke y Blinder, 1992) en forma reducida:

$$y_t = A_0 + A(Z)y_{t-1} + M(Z)p_t + e_t$$

Donde, $y_t = (r^L, r^D, r^M)'$ es el vector que contiene los niveles de la tasa promedio de colocación de los bancos comerciales, la tasa de depósitos promedio y la tasa interbancaria, todas expresadas en términos nominales; p_t representa la tasa de política monetaria⁵, la cual se supone exógena al sistema.

La inclusión de la variable p_t permite modelar el efecto de las decisiones de política monetaria sobre las demás tasas de interés.

Las variables consideradas se presentan en frecuencia mensual durante el periodo comprendido entre enero de 2005 y junio de 2017. Para las tasas activas se hace una distinción entre una serie que incluye tarjetas de crédito y sobregiros y otra que no las considera. Todas las series se toman como promedios mensuales del sistema financiero.

Resultados de las funciones de Impulso – Respuesta

Los resultados obtenidos, al considerar en el modelo a la tasa activa promedio total, dan cuenta de un traspaso importante (aunque incompleto) de los choques de política monetaria (100 puntos básicos en tasa IRM) a las tasas de mercado, en horizontes de 3, 12 y 24 meses. Los resultados son similares al tomar en cuenta la tasa activa que excluye a las tarjetas de crédito y sobregiros.

Tabla I

Respuesta acumulada (en puntos básicos)

Tasa	3 meses	12 meses	24 meses
Interbancaria	0,91	0,94	0,94
Activa Total	0,38	0,60	0,72
Pasiva	0,17	0,25	0,28

Tabla II

Respuesta acumulada (en puntos básicos)

	3 meses	12 meses	24 meses
Interbancaria	0,87	0,95	0,98
Activ. sin TC ni S	0,40	0,53	0,60
Pasiva	0,13	0,23	0,31

Sin embargo, si se incluye en el modelo a la tasa de consumo, el traspaso es mayor a 12 meses, e inclusive completo a 24 meses, comparado con los casos anteriores.

Tabla III

Respuesta acumulada (en puntos básicos)

	3 meses	12 meses	24 meses
Interbancaria	0,88	0,98	1,01
Consumo	0,23	0,66	1,02
Pasiva	0,13	0,28	0,39

Conclusiones

Utilizando un modelo VARX se verifica la existencia de un canal de transmisión de política monetaria en Paraguay durante el periodo considerado.

Los resultados de las funciones de impulso - respuesta indican que la transmisión de un choque en la tasa promedio ponderado de IRM no es completa sobre las tasas de interés de mercado, es decir, no existe una relación uno a uno entre la tasa de IRM, la tasa de

⁴ Modelo de Vectores Autorregresivos con variables exógenas.

⁵ Definida como la tasa promedio ponderado de Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM).

interés interbancaria y las tasas de interés de los bancos comerciales.

Sin embargo, la transmisión de un choque en la tasa de IRM sobre la tasa activa de consumo es más elevada que la tasa activa promedio ponderado (que considera tasas cortas y largas), con lo que la política monetaria genera el efecto esperado sobre el componente más importante de la demanda agregada.

Bibliografía

Acosta - Ormaechea, S., y D. Coble (2013). *Canales de Transmisión de la Tasa de Interés y el Tipo de Cambio en Economías Dolarizadas y No Dolarizadas: Los casos de Chile, Nueva Zelanda, Perú y Uruguay*. *Economía Chilena*, Vol. 16, N° 1, Banco Central de Chile.

Becerra, O., y L.F. Melo (2008). *Transmisión de tasas de interés bajo el esquema de metas de inflación: evidencia para Colombia*, Borradores de Economía N° 519, Banco de la República.

Bernanke, B., and A. Blinder (1998). *Credit, Money and Aggregate Demand*, *American Economic Review*, Vol. 78, N° 2.

Bernanke, B., and M. Gertler (1995). *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, N° 4.

De Bondt, G. (2005). *Interest Rate Pass - Through: Empirical results for the Euro Area*, *German Economic Review*, Vol. 6, N° 1.

Freixas, X., and J.C. Rochet (1997). *Microeconomics of Banking*, MIT Press, Cambridge.

Loayza, N., and K. Schmidt - Hebbel (2002). *Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview*, In: *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, Central Bank of Chile.

Recuadro II: Estimación de la brecha del producto para Paraguay

Introducción

La conducción de la política monetaria se basa en un conjunto de informaciones relevantes para la evolución de precios de la economía. Una de ellas hace referencia al estado actual de la economía. Este estado de la economía se resume en la brecha del producto, definida como la diferencia entre el producto observado y el potencial, donde esta última variable es entendida como el nivel de actividad económica en ausencia de presiones inflacionarias.

Estimar y conocer la brecha del producto o posición cíclica de la economía es fundamental para un banco central, sin embargo, su principal característica es que es inobservable y, por lo tanto, su estimación está sujeta a incertidumbre. Adicionalmente, es también sabido que la brecha del producto es un indicador de la dinámica de la demanda agregada y de las presiones inflacionarias.

Dada esta incertidumbre, existen diferentes formas de estimarla, pero todas ellas tienen el mismo objetivo, que es separar el nivel actual del producto en dos componentes. Uno más persistente, llamado “potencial”, y otro menos persistente llamado “ciclo” o brecha del producto.

En este contexto, el presente apartado tiene el objetivo de estimar la brecha del producto de la economía paraguaya para el periodo 1997-2017 y para ello se hace uso de relaciones económicas. Específicamente, la estructura de los filtros empleados relaciona la brecha del producto con la inflación (Curva de Phillips) y el mercado laboral (Ley de Okun)⁶.

Filtro de Kalman multivariado

Este método consiste en expresar un sistema dinámico bajo la forma de estado-espacio. Esta forma de representación incorpora en la estimación a las variables no observables, conocidas como variables de estado, conjuntamente con las variables observables⁷.

Los modelos estado-espacio son estimados a través de un algoritmo conocido como filtro de Kalman. Este filtro se emplea para evaluar la función de probabilidad y para suavizar y predecir las variables de estado no observables.

Asimismo, como se mencionó anteriormente, se utiliza información adicional proveniente de la teoría económica para mejorar la estimación. Por lo tanto, las estimaciones se basan en un marco semiestructural al incorporar algo de teoría económica en lugar de depender solo del filtro univariado.

Los filtros multivariados producen estimaciones más robustas de la brecha del producto en relación con las estimaciones de los filtros univariados como el filtro de Hodrick-Prescott (HP), así también la utilización de relaciones macroeconómicas reduce el conocido sesgo de final de muestra de los filtros univariados y agrega sustento teórico a los modelos puramente estadísticos.

En el estudio se utiliza una curva de Phillips que relaciona la inflación con la brecha del producto.

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + (1 - \alpha_1) \pi_{t+1} + \alpha_2 (y_{t-1}^*) + \varepsilon_t(1)$$

Según esta ecuación, la tasa de inflación π_t en el momento t es función de la inflación pasada π_{t-1} , de las expectativas de inflación π_{t+1} , y de los costos marginales reales⁸ (brecha del producto).

Por otra parte, según la ley de Okun, la brecha entre la tasa de desempleo observada (U_t) y su proceso de equilibrio (dado por u_t), conocida como la NAIRU⁹, es una función de la brecha del producto (y_t^*).

$$U_t - u_t = \hat{u}_t = \delta (y_{t-1}^*) + \varepsilon_t \quad (2)$$

Según la ecuación 2, el desempleo aumenta en δ puntos por encima de la NAIRU si el producto observado se encuentra 1% por debajo de su potencial.

⁶ La brecha del producto contribuye a explicar tanto la dinámica de la inflación como la evolución del desempleo.

⁷ Los filtros multivariados especificados en este trabajo son relativamente simples, y utilizan datos trimestrales de tres variables observables: el crecimiento real del PIB, la inflación y la tasa de desempleo.

⁸ Cambios sobre la inflación se producen a través del canal de los costos de producción de los productores domésticos.

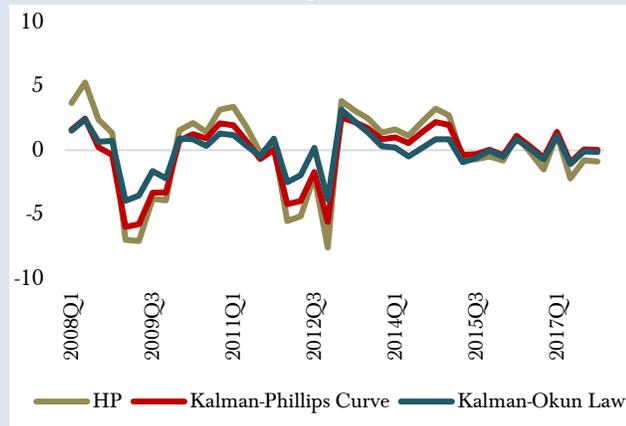
⁹ Tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU es un acrónimo en inglés para Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment).

Evolución reciente de la brecha del producto

El gráfico 1 muestra la evolución trimestral de las brechas del producto obtenidas a partir de cada ecuación¹⁰.

Gráfico I

Estimaciones de la brecha del producto¹¹ (en %)



Las estimaciones obtenidas con los filtros multivariados coinciden en que hoy (cuarto trimestre de 2017) la brecha del producto está prácticamente cerrada, es decir, el producto real o efectivo está muy cerca del producto potencial.

Igualmente, las estimaciones para el período 2013-2014, un ciclo que coincide con términos de intercambio favorables y presiones inflacionarias que llevaron a endurecer la política monetaria, promediaron una brecha del producto positiva, llegando a su máximo nivel en torno al 3%. Comparado con ese periodo, hoy la situación es claramente de menor brecha y por lo tanto de menores presiones inflacionarias.

Resaltan también en los resultados los años 2009 y 2012, con brechas del producto negativas que alcanzaron valores cercanos a -6%. Esto se debió en gran medida a los choques negativos de oferta (factores climáticos adversos) que impactaron en el sector agrícola, en especial en la producción de soja.

¹⁰ El filtro de Hodrick-Prescott (HP) se utiliza como parámetro comparativo para los resultados, en general en todo el periodo estimado, el filtro HP presenta una mayor volatilidad. Las diferencias más notorias están en los años 2008, 2010, 2011, 2013 y 2015. En todos esos años el filtro HP presenta una brecha del producto más alta (positiva) que la del filtro multivariado.

Tabla I

Estimaciones de la brecha del producto (en %)

Estadísticas descriptivas

Métodos	Prom.	Máx	Mín	Desvío estándar
Filtro de Kalman-Curva de Phillips	0.0	3.2	-3.9	1.4
Filtro de Kalman-Ley de Okun	-0.1	4.7	-6.0	2.1
Filtro Hodrick-Prescott	0.0	6.1	-7.6	2.8

Conclusiones

Los resultados obtenidos dan cuenta de que en el año 2017 se ha venido observando una brecha del producto significativamente menor en niveles y menos volátil en relación a los últimos cuatro años.

Asimismo, el análisis presentado ha expuesto una metodología más robusta para estimar la brecha del producto relevante para la inflación.

Finalmente, conocer en cada momento la posición cíclica de la economía paraguaya será un elemento de suma importancia para la toma de decisiones en materia de política monetaria, ya que permitirá a las autoridades del Banco tener una visión más clara sobre el estado de las holguras de capacidad en la economía

Bibliografía

- Benes, J., y N'Diaye, P. (2004). "A Multivariate Filter for Measuring Potential Output and the NAIRU: Application to The Czech Republic," IMF Working Paper WP/04/45.
- Blagrove, P., et al. (2015). "A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output". IMF Working Paper, WP/15/79.
- González, A., et al. (2013). "Brecha del producto y medidas de la tasa de interés neutral para Colombia". Banco de la República.
- Hodrick, R.J., y Prescott, E. (1997). "Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation". Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29(1), pp. 1-16.

¹¹ Brecha del producto estimada por los modelos y el componente cíclico del producto obtenido a partir del filtro de Hodrick-Prescott (HP) con $\lambda = 1.600$.



Okun, A.M. (1962) "*Potential GNP: Its Measurement and Significance*," in Proceedings of the Business and

Economic Statistics Section, pp. 98-104 (Washington: American Statistical Association).

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 2017



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay