



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

**DICIEMBRE  
2018**



**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

[www.bcp.gov.py](http://www.bcp.gov.py)

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

Estudios Económicos  
Departamento de Análisis e Investigación Macroeconómica  
**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

## Contenido (\*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	14
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	25
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	33
Recuadro I	38
Análisis del efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación	
Recuadro II	42
Análisis de la evolución de las exportaciones de Paraguay	
Glosario	46

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 19 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 oficialmente 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

Durante el 2018, la economía mundial ha mantenido un buen desempeño, aunque inferior a lo esperado a principios de este año. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, el endurecimiento de las condiciones financieras, la volatilidad en los mercados bursátiles internacionales y factores idiosincráticos de cada país, han incrementado la incertidumbre a nivel global. Entre las economías avanzadas, el crecimiento de Estados Unidos para el 2018 se mantiene sólido y sin cambios desde el último IPoM. Por su parte, el pronóstico de crecimiento para la Eurozona se ha revisado nuevamente a la baja, tanto para este año como para el próximo, debido al debilitamiento del sector industrial y de la demanda externa, además de la creciente turbulencia política. Entre las economías emergentes, en China el crecimiento del PIB para el 2019 se ha revisado a la baja, en un escenario de deterioro del sector manufacturero y de los riesgos generados por la guerra comercial. En la región, las condiciones económicas en Argentina continúan frágiles, en tanto que Brasil muestra un crecimiento modesto, en un contexto de incertidumbre sobre las políticas a ser implementadas por el nuevo gobierno.

En Estados Unidos, el panorama económico se ha mantenido robusto. En el tercer trimestre del año, el PIB creció a una tasa anualizada de 3,5%, explicado por las contribuciones positivas del gasto en consumo personal y los gastos gubernamentales. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad han revelado un desempeño similar en el cuarto trimestre. En ese contexto, las perspectivas de crecimiento para este año se mantienen con respecto a las presentadas en el informe anterior. No obstante, se mantiene la incertidumbre en torno a las acciones de política económica del gobierno, principalmente en lo referente a los efectos de una amplificación de las tensiones comerciales. La inflación, por su parte, se ha desacelerado respecto a lo observado en el informe anterior, ubicándose en torno a la inflación objetivo de mediano plazo (2%). En tal escenario, la Reserva Federal incrementó la tasa de interés de política monetaria en la reunión de diciembre al rango de 2,25% - 2,50% anual. Un aspecto resaltante de la última reunión de la Fed fue el ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento y de inflación para el 2019, contexto en el cual, el proceso de alzas sería más moderado al esperado anteriormente.

En la Eurozona, persiste la ralentización de la actividad económica. Al respecto, en el tercer trimestre el PIB creció a una tasa interanual de 1,6%, menor a la registrada en el trimestre previo (2,2%), continuando con la trayectoria decreciente observada desde inicios del 2018. Los indicadores adelantados señalan un comportamiento similar en el último trimestre del año. A su vez, el PMI también se ha desacelerado, comportamiento que se ha venido observando desde noviembre de 2017, no obstante, permanece en zona de expansión. Por su parte, en el mercado laboral, la tasa de desempleo ha seguido disminuyendo, ubicándose en valores mínimos similares al 2008. En cuanto a los precios, la inflación interanual se ubicó en 2%, similar a la tasa presentada en el informe anterior. En relación a la política monetaria, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha mantenido sin variaciones los tipos de interés de referencia y la compra neta de activos en 15.000 millones de euros durante el último trimestre.

De manera similar, China ha presentado una ligera desaceleración de la actividad en los últimos meses. En el tercer trimestre del 2018, el PIB se expandió 6,5%, por debajo del trimestre anterior (6,7%). Asimismo, el PMI manufacturero ha mostrado un debilitamiento en el periodo reciente. Dado que este escenario se encuentra dentro de lo previsto, los pronósticos de crecimiento para el año 2018 se mantuvieron sin cambios respecto al IPoM anterior (6,6%) y se ajustaron marginalmente a la baja para el 2019. En cuanto a los factores de riesgo a la baja, persiste la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones comerciales con Estados Unidos, a pesar de la pausa por 90 días para la imposición de nuevos aranceles.

En la región, la situación económica de Brasil ha mejorado respecto a lo observado en el primer semestre del año. La expansión del PIB en el tercer trimestre (1,3%), superior a la del trimestre previo (0,9%), se explicó principalmente por la contribución positiva de la demanda interna por el lado del gasto y por el crecimiento del sector servicios por el lado de la producción, en especial de los sectores transporte, almacenamiento y correo. Por su parte, algunos indicadores de corto plazo han dado señales positivas en los meses recientes, entre estos, el PMI siguió repuntando en la zona de expansión y la tasa de desempleo ha disminuido. En este escenario, las proyecciones de crecimiento para el 2018 se han revisado levemente

a la baja, en cierta medida debido a los efectos del menor desempeño verificado en la primera parte del año, en tanto que las de 2019 se mantienen. En cuanto a los riesgos, persiste la incertidumbre con relación a las políticas a ser implementadas por el nuevo gobierno, en particular las ligadas a las finanzas públicas. Referente a la política monetaria, las distintas medidas de inflación se ubican por debajo de la meta del 4,5%, al tiempo que, el Copom ha mantenido la tasa Selic en el mismo nivel de 6,5% anual desde marzo de este año.

En Argentina, se ha observado una menor volatilidad en los mercados cambiario y bursátil en el periodo reciente, a pesar de esto, las condiciones económicas y financieras siguen siendo débiles. En el tercer trimestre, el PIB se redujo 3,5% interanual, contracción inferior a la registrada en el segundo trimestre, siendo el consumo privado y la formación bruta de capital los componentes de la demanda que explican la mayor parte de la disminución verificada en el producto. En cuanto a los precios, las diferentes medidas de inflación siguen presentando una trayectoria ascendente. Por otra parte, el nuevo acuerdo entre el gobierno argentino y el FMI permitieron contener la crisis cambiaria, además del compromiso de reformas entre los cuales se encuentra el nuevo esquema de política monetaria implementado desde octubre por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Con respecto a la economía doméstica, el dinamismo observado en la primera mitad del año, se moderó en los últimos meses, explicado en parte, por el entorno regional más complejo, como así también por algunos factores internos de oferta. En el tercer trimestre, el PIB mostró una expansión de 1,1%, muy por debajo de las registradas en el primer (5,2%) y segundo trimestre (6,4%). Este cambio se explica principalmente por el menor ritmo de expansión de la industria manufacturera y de los servicios, además de las caídas registradas en las actividades de construcción y electricidad y agua. Por el lado del gasto, si bien la demanda interna mantuvo una contribución positiva, se verificó una incidencia negativa importante de la demanda externa neta, explicada fundamentalmente por la caída de las exportaciones. Para el cuarto trimestre, los indicadores de corto plazo señalan que la expansión de la actividad se mantendría en niveles moderados.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación interanual promedio fue 4,1% entre octubre y noviembre, tasa levemente superior a la registrada en el tercer trimestre (4,0%). Este resultado es explicado principalmente por los aumentos en los precios de los productos alimenticios, los bienes durables, así también por incrementos en los precios de algunos bienes y servicios de la canasta. Con relación a la inflación subyacente y la subyacente X1, las mismas promediaron entre octubre y noviembre variaciones interanuales de 4,1% y 3,0%, respectivamente, superiores a las correspondientes al tercer trimestre (3,7% y 3,0%, respectivamente). Por su lado, la inflación núcleo se incrementó de 2,9% a 3,1% en el periodo de referencia.

Con respecto a la política monetaria, en sus reuniones del cuarto trimestre el Comité señaló que, a nivel internacional, la economía mundial continuó con su trayectoria de expansión, aunque a un ritmo más lento del esperado y más divergente entre algunas economías avanzadas. Por su parte, en la región las perspectivas de crecimiento continuaron siendo revisadas a la baja, destacándose la corrección de Argentina, mientras que en Brasil la situación se presentó más favorable en el segundo semestre del año. En cuanto al escenario doméstico, el Comité resaltó que la actividad económica ha continuado debilitándose en los últimos meses, y que el comportamiento de la inflación se ha mantenido coherente con la meta. En este contexto, en las reuniones de octubre, noviembre y diciembre, el CEOMA resolvió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB fue corregido de 4,3% a 4% para el 2018, teniendo en cuenta la evolución reciente de los indicadores de corto plazo. Por su parte, para el año 2019, se prevé también una expansión de 4%, que estaría explicada fundamentalmente por el sector terciario (comercio y otros servicios) y el secundario (manufactura, construcción y electricidad), mientras que el sector primario tendría una incidencia positiva menor. Por el lado del gasto, la principal contribución al crecimiento sería de la demanda interna, especialmente del consumo privado y de la inversión. La demanda externa neta también contribuiría positivamente, aunque mínimamente, dado que se prevé una tasa de variación similar para las exportaciones y las importaciones.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2019(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>
Agricultura	4,0	0,5	0,0
Ganadería	-5,0	1,0	0,0
Forestal, Pesca y Minería	3,3	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>1,3</b>
Manufactura	5,0	4,4	0,9
Construcción	1,2	3,5	0,2
Electricidad y Agua	1,4	2,5	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>2,2</b>
Gobierno General	6,5	2,5	0,2
Comercio	6,5	4,5	0,5
Otros Servicios <sup>†</sup>	3,7	5,5	1,5
Impuestos	4,1	5,5	0,4
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	4,3	4,5	

(f) Proyección, (i) Incidencia

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2017	2018	2019 (f)
PIB	5,0	4,0	4,0
Demanda Interna	5,9	4,6	4,2
Formación bruta de capital	12,7	4,5	5,5
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,5	5,5
Consumo total	4,2	4,7	3,8
Consumo privado	4,5	4,4	4,1
Consumo público	2,1	6,5	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	8,3	4,5	4,0
Importaciones de bienes y servicios	12,0	6,5	4,5
Cuenta corriente (% del PIB)	3,1	0,7	-0,6
FBKF (% del PIB nominal)	18,6	18,7	18,9

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con respecto a los precios, el pronóstico de la inflación para 2018 fue ajustado de 3,8% a 3,1%, explicado fundamentalmente por la reversión de algunos precios volátiles de la canasta, del precio de los combustibles y del pasaje, hacia finales de año. Además, el tipo de cambio nominal ha registrado una trayectoria que se ubicó por debajo de lo previsto para el cierre del año en el último informe. En línea con lo anterior, la estimación de la inflación subyacente se corrigió de 4,2% a 3,6% para el presente año. Por otro lado, las proyecciones para el 2019, tanto de la inflación total, como de la subyacente se mantienen en 4%, igual a las tasas previstas en el informe anterior. La inflación permanecerá relativamente baja durante los primeros meses del 2019, para luego ir convergiendo hacia la meta a finales de año, manteniéndose en torno a la misma en el horizonte relevante de política monetaria (cuarto trimestre de 2020).

### Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2017	2018(f)	2019(f)	2020(f)
Inflación IPC promedio (*)	4,7	3,7	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	4,5	3,1	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,6	4,0	
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 2020.

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

Con relación a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, la economía global ha seguido creciendo, aunque a un menor ritmo al esperado inicialmente y de manera menos sincronizada. Por otro lado, continúan los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento global, derivados especialmente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. A pesar del reciente acuerdo de postergar por 90 días la imposición de nuevos aranceles, la incertidumbre se mantiene en niveles elevados. En Europa, los riesgos en torno al *Brexit* se han intensificado en los últimos días, por la falta de consenso en el parlamento británico respecto al borrador del acuerdo con la Unión Europea, y el rechazo de esta para una posible renegociación. En cuanto a la política monetaria de la Reserva Federal, se prevé la continuidad del proceso de normalización monetaria durante el 2019, aunque de manera más gradual a lo esperado anteriormente, que de igual manera impondrá condiciones financieras internacionales menos favorables, pudiendo afectar en mayor medida a las economías emergentes más vulnerables. En el caso de Paraguay, los fundamentos macroeconómicos permanecen sólidos, y en ese sentido, los efectos podrían ser limitados, tal como ha ocurrido durante el 2018, en particular en lo referente al tipo de cambio.

En China, la actividad económica se moderó más de lo esperado, explicado en parte por la escalada comercial con Estados Unidos. Este escenario motivó a las autoridades a implementar algunas medidas de flexibilización monetaria y fiscal, con el fin de garantizar un “aterrizaje suave” de la economía. Sin embargo, persisten las vulnerabilidades financieras ligadas al endeudamiento del sector corporativo y a las actividades del “*shadow banking*”. La pausa acordada con respecto a la guerra comercial y las políticas contracíclicas adoptadas presentan un escenario más favorable para la economía China, aunque los riesgos a la baja siguen latentes. Con relación al impacto sobre los precios de los *commodities*, en el momento más complicado de la guerra comercial, la mayor demanda de China por la soja producida en Sudamérica incrementó el premio en los puertos de la región, lo cual atenuó en gran medida la caída observada en el precio referencial (Chicago). No obstante, en caso de que la fricción comercial se intensifique y/o se propague, la economía de China y la global podrían moderarse aún más, pudiendo afectar negativamente a los precios de las materias primas.

En la región, el pronóstico de crecimiento para Brasil se ubica por debajo de lo previsto inicialmente, explicado principalmente por el frágil desempeño durante la primera mitad del año. Los registros del segundo semestre han sido mejores, tanto en términos de actividad económica, como de la tasa de desempleo y la confianza del consumidor. Por otra parte, el ruido político se redujo luego de las elecciones, aunque permanece el desafío de emprender las reformas necesarias para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Con respecto a Paraguay, la depreciación importante del real brasilero había afectado negativamente al comercio fronterizo, sin embargo, en meses recientes se ha observado una reversión. En la medida que la situación económica de Brasil continúe al alza y su moneda no pierda valor frente al dólar, el comercio en las zonas fronterizas podría repuntar nuevamente.

En Argentina, el contexto macroeconómico, si bien ha mejorado respecto a los meses anteriores, permanece complejo debido al proceso de estabilización ya iniciado, sumado al escenario de incertidumbre que conlleva un año electoral. Las políticas de ajuste que ha implementado el gobierno han estado afectando el desempeño de la actividad económica, y se prevé que continúe el próximo año. Por otro lado, este proceso de corrección macro ha influido favorablemente sobre el mercado cambiario y sobre las expectativas de inflación. En la medida que el gobierno cumpla con los puntos estipulados en el acuerdo, la mayor credibilidad de las políticas macroeconómicas puede sentar las bases para un mayor crecimiento en el mediano plazo. En lo inherente a Paraguay, el comercio en las ciudades fronterizas se ha debilitado fuertemente luego de la significativa depreciación del peso argentino observada hasta finales del mes de setiembre. Sin embargo, en los meses posteriores se ha observado cierta estabilidad de la moneda argentina, e incluso una apreciación que, junto con la mayor inflación, han ido atenuando la apreciación real del guaraní.

Evaluando los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Sin embargo, el Comité seguirá monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación 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 2018.

En el último IPoM, se señalaba que la economía mundial había continuado expandiéndose, aunque a tasas heterogéneas entre países. En Estados Unidos, la actividad económica continuaba evolucionando favorablemente, mientras que en la Eurozona se observaba un crecimiento moderado. En China, las perspectivas señalaban la continuidad de un menor crecimiento de la economía. En la región, especialmente en Argentina, la coyuntura económica seguía siendo compleja. Por otro lado, la percepción de riesgos a nivel global había aumentado, debido al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, a las tensiones geopolíticas y comerciales, además de los factores internos de los países.

En Estados Unidos, el panorama económico permanecía robusto. Así, en el segundo trimestre del año, el PIB volvió a aumentar de manera importante, al tiempo que, los indicadores de corto plazo habían mostrado un desempeño similar en el tercer trimestre. En ese contexto, las proyecciones de crecimiento para este año mantuvieron invariables con respecto a la estimación anterior, aunque seguía la incertidumbre por el conflicto comercial con China. Las medidas de inflación, por su parte, habían continuado una trayectoria al alza, hasta ubicarse en niveles cercanos al objetivo de mediano plazo. En tal escenario, en su reunión de setiembre, la Fed aumentó la tasa de interés de política monetaria al rango de 2% - 2,25% anual.

En la Eurozona, la actividad económica se había moderado con respecto al crecimiento registrado en el 2017. En el segundo trimestre, el PIB creció a una tasa menor a la registrada en el trimestre anterior, al tiempo que el sector manufacturero se ralentizó aún más en el tercer trimestre. Sin embargo, la tasa de desempleo había seguido mostrando una tendencia a la baja. Con respecto a los precios, la inflación interanual se mantuvo en niveles similares a los observados en el IPoM anterior. En este contexto, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió mantener sin cambios los tipos de interés de referencia, al tiempo que anunció la reducción

de la compra neta de activos a 15.000 millones de euros durante el último trimestre de este año.

En China, la actividad económica continuó expandiéndose en el segundo trimestre, aunque a un ritmo marginalmente inferior al observado en el trimestre previo. De igual manera, el sector manufacturero presentó señales de moderación en su expansión. Ante estos eventos, el gobierno chino decidió relajar las restricciones crediticias, de manera a evitar una mayor desaceleración del crecimiento económico. Así, las perspectivas para el año 2018 se corrigieron al alza, aunque se ubicaron por debajo del crecimiento del año anterior.

Con respecto a la región, en Brasil se observó un debilitamiento de la actividad económica en el segundo trimestre, por lo que las perspectivas de crecimiento fueron revisadas a la baja con relación a lo proyectado en el informe anterior. La ralentización del PIB fue explicada, en mayor parte, por el menor ritmo de expansión en la industria y los servicios, que se vieron parcialmente afectados por las huelgas de camioneros y la incertidumbre política. Por otro lado, los indicadores de corto plazo señalaron una mejora de la actividad económica en los últimos meses. Bajo este escenario, el Comité de Política Monetaria (Copom) resolvió mantener la tasa de referencia en 6,5% anual, y con expectativas de conservarla sin cambios en lo que resta del 2018.

En Argentina, el escenario económico y financiero se había vuelto incluso más complejo. El PIB mostró una contracción significativa en el segundo trimestre como consecuencia de la caída en las exportaciones y del gasto público. Según los indicadores adelantados, el desempeño de la economía sería similar en el tercer trimestre, debido a los efectos derivados de la sequía, la fuerte depreciación del peso argentino y las medidas de ajuste fiscal. Además, la inflación continuó su trayectoria ascendente, por lo que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) tomó una serie de medidas para estabilizar el mercado y resguardar el proceso de desinflación, entre ellas, decidió adoptar el control de la base monetaria como nuevo esquema de política monetaria.

En el escenario doméstico, en el segundo trimestre del año, la actividad económica presentó un comportamiento favorable, con una variación interanual del PIB superior a la del trimestre pasado. Por el lado de la oferta, esta mayor expansión se explicó especialmente por la buena dinámica de los servicios, del sector manufacturero y de las construcciones. Por el lado del gasto, el mejor desempeño de la demanda interna (consumo e inversión) fue el principal componente que explicó la expansión. Sin embargo, conforme a los indicadores de corto plazo, se había previsto una moderación en el ritmo de crecimiento en el tercer trimestre. En cuanto a los precios, la inflación en el tercer trimestre se ubicó levemente por encima del trimestre anterior. Este incremento fue explicado principalmente por los aumentos en los precios de los combustibles, los bienes duraderos y algunos servicios de la canasta. Por su parte, la inflación subyacente y la inflación núcleo presentaron tasas promedio superiores a las registradas en el segundo trimestre.

En cuanto a la política monetaria, el Comité resaltó, en las reuniones del tercer trimestre, que en el plano internacional se siguió observando una evolución positiva en las principales economías avanzadas, aunque persistía la incertidumbre asociada a la guerra comercial entre Estados Unidos y China. Con respecto a la región, las perspectivas de crecimiento de los principales países vecinos fueron nuevamente revisadas a la baja debido a factores tanto internos como externos. En el ámbito local, el Comité señaló una moderación del ritmo de expansión de la actividad económica, mientras que la evolución de las medidas de tendencia de la inflación se mostró consistente con la meta. Bajo este escenario, en las reuniones de julio, agosto y setiembre, el CEOMA decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

En el escenario base, la estimación del crecimiento del PIB para el 2018 fue corregida a la baja, ubicándose en 4,3%. La menor expansión se explicaba por la desaceleración del sector agua y electricidad, y manufacturas en el sector secundario, mientras que, en el sector primario, también se estimó un menor dinamismo tanto para la agricultura como para la ganadería. Sin embargo, se pronosticó una mayor expansión del sector terciario, principalmente por las perspectivas positivas en los servicios gubernamentales. Por el lado del gasto, si

bien la demanda interna continuaba con el mismo nivel de desempeño al señalado en el informe anterior, el consumo privado se revisó levemente a la baja compensado por el aumento del gasto público. Por lo tanto, desde este enfoque, la incidencia más negativa de la demanda externa neta explicaba principalmente la revisión del crecimiento del PIB.

Con relación a la evolución futura de los precios, la inflación proyectada para el cierre del 2018 fue ajustada levemente al alza, explicada principalmente por el aumento en los precios de los combustibles, el pasaje urbano y de algunos servicios, como así también de los bienes importados que se vieron afectados por la depreciación cambiaria. Bajo ese contexto, se esperaba que la inflación total se ubicará por encima del 4% durante la segunda mitad del 2019, y a partir de allí que convergiera paulatinamente a la meta en el horizonte de política monetaria (tercer trimestre del 2020).

Como escenarios de riesgos, en el ámbito internacional, se resaltaba que la economía global seguía mostrando una moderación en su ritmo de expansión, especialmente en algunas economías avanzadas, como la Eurozona y Reino Unido. Por su parte, en Estados Unidos continuaba observándose una evolución favorable de los indicadores de actividad y del mercado laboral, sin embargo, sus medidas arancelarias y las represalias de China intensificaron los riesgos a la baja de las perspectivas globales. No obstante, al margen de los temas comerciales, la Fed continuaba con el proceso de normalización de la política monetaria. Bajo este escenario, un eventual factor de riesgo implicaba que las condiciones financieras internacionales se volvieran más ajustadas, al igual que persistiría las presiones a la baja de las monedas de las economías emergentes.

En China, considerando la desaceleración de la demanda externa y las tensiones comerciales con Estados Unidos, las estimaciones del crecimiento se habían revisado a la baja. Este país, al ser uno de los principales demandantes de *commodities* en el mundo, una desaceleración de su economía más allá de lo previsto podría incidir en una presión a la baja sobre los precios de las materias primas. Eventualmente, este hecho (guerra comercial) podría dar lugar a una mayor demanda de soja producida en

Sudamérica, con lo que Paraguay podría atenuar el efecto de la caída de los precios de referencia (Chicago).

En cuanto a los países de la región, Brasil había mostrado señales de un menor dinamismo, afectado por la huelga de camioneros. Si bien continuaba con perspectivas de crecimiento positivas, estas se habían ajustado a la baja. Adicionalmente, continuaban los desafíos para la implementación de una reforma fiscal. Bajo ese escenario, el real brasileño se había depreciado en un porcentaje importante, lo cual había repercutido en el comercio fronterizo con Paraguay.

Por su parte, en Argentina, la situación económica se había tornado más compleja, lo que suscitó considerables reducciones en sus previsiones de crecimiento. A más de ello, el tipo de cambio se había depreciado sustancialmente. Sin embargo, la recuperación de la economía, en el mediano plazo, dependería del éxito de la implementación de las medidas estipuladas tras el acuerdo *Stand-By* con el FMI. La menor actividad económica y la depreciación significativa del peso argentino, ya había afectado en forma negativa el comercio fronterizo con Paraguay.

Por otra parte, el incremento del precio del petróleo había generado ciertas presiones sobre los precios domésticos. Si bien se esperaba una normalización de los precios internacionales del crudo, existía cierta incertidumbre como consecuencia de las tensiones existentes entre Arabia Saudita y Estados Unidos. Bajo este contexto y, adicionalmente, con el fortalecimiento del dólar se daba lugar a las presiones inflacionarias en las economías importadoras de petróleo. Al respecto, Paraguay había verificado aumentos en los precios de los combustibles, aunque, a la luz de la evidencia de los últimos años, los efectos de segunda vuelta sobre la inflación habían sido acotados.

Luego de evaluar los posibles escenarios de riesgos, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba equilibrado.

## Reuniones de octubre, noviembre y diciembre.

En octubre, el Comité observaba que la economía mundial crecía de manera sólida, aunque de forma desigual entre los países. En la región, por su parte, las perspectivas de crecimiento de Brasil y, sobre todo, de Argentina, se habían reducido. En Estados Unidos, la actividad económica presentaba un crecimiento robusto, mientras que, en la Eurozona y China, sus respectivas economías mostraban ciertos signos de moderación. En Argentina, el escenario económico se había deteriorado significativamente, por lo cual los pronósticos de crecimiento para el año se revisaron a la baja nuevamente. En cuanto a Brasil, su economía presentaba moderados signos de recuperación, por lo que las perspectivas de crecimiento seguían siendo positivas, aunque habían sido corregidas a la baja, especialmente por el magro desempeño durante el primer semestre.

En el plano local, la evolución de la inflación se mantuvo en línea con el objetivo, a pesar del aumento de los precios de los combustibles, del pasaje y de los bienes importados. Por otro lado, la actividad económica mostró un menor ritmo de expansión, reflejado en la evolución de los indicadores agregados del sector real, debido, en su mayoría, a un entorno regional complicado.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró que la estrategia más prudente era continuar con el perfil vigente de política monetaria con una TPM de 5,25% anual, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de proyección.

En noviembre, a nivel global, la economía continuaba expandiéndose, aunque a un menor ritmo de lo esperado. En Estados Unidos, tanto la actividad económica como el mercado laboral siguieron evolucionando favorablemente, en tanto que, en la Eurozona, los datos de actividad resultaron ser menores a los esperados. En el ámbito regional, la economía del Brasil se desempeñaba de forma positiva. Mientras tanto, la coyuntura económica de Argentina permanecía frágil con niveles elevados de inflación, por lo que las perspectivas de crecimiento fueron de nuevo revisadas a la baja.

En lo interno, los indicadores de actividad económica registraron una moderación en el margen, debido, en

parte, a las condiciones frágiles del escenario externo. Aun así, algunas variables, como el crédito y las importaciones para consumo e inversión mantuvieron una dinámica favorable. En cuanto a los precios, a pesar del comportamiento al alza de los combustibles y la depreciación del tipo de cambio, la inflación se mantuvo sin grandes variaciones. La trayectoria esperada de las medidas de tendencia de la inflación y las expectativas de los agentes económicos permanecían en línea con la meta inflacionaria de mediano plazo.

En este contexto, el CEOMA determinó apropiado mantener la TPM en 5,25% anual, para así garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de política monetaria.

En la reunión de diciembre, el Comité resaltó que, en el contexto internacional, persistía la discrepancia en el ritmo de expansión de la economía, sobre todo, entre Estados Unidos y la Eurozona, mientras persistía la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, a pesar del acuerdo transitorio de postergar la imposición de nuevas medidas arancelarias entre Estados Unidos y China. En la región, el escenario económico en Argentina permanece complejo, aunque con un mercado cambiario menos volátil. Si bien los indicadores económicos en Brasil han resultado mejores en el segundo semestre, las perspectivas de crecimiento siguen por debajo de lo previsto inicialmente. En el plano local, el ritmo de expansión de la actividad económica se mantiene moderado, debido en parte al entorno regional que se había debilitado en el transcurso del año. Por su parte, la trayectoria esperada de las medidas de inflación se mantiene acorde con la meta en el mediano plazo.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró que lo más prudente es continuar con el perfil vigente de la política monetaria, garantizando así la convergencia de la inflación al 4% en el horizonte relevante de proyección.

## I. Entorno Internacional y Regional

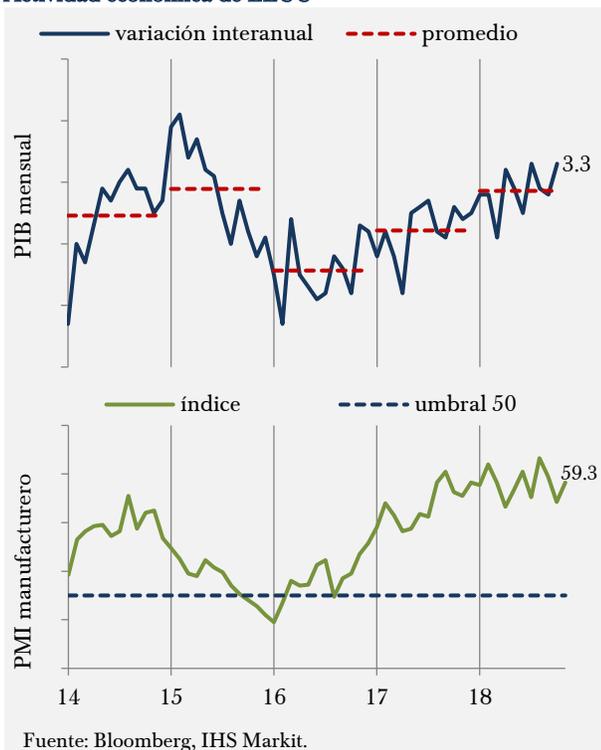
**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2018	2019	2018	2019	2020
Mundo	3,6	3,5	3,6	3,4	3,2
EE UU	2,9	2,5	2,9	2,6	1,9
Eurozona	2,1	1,8	1,9	1,6	1,5
China	6,6	6,3	6,6	6,2	6,0
Brasil	1,5	2,4	1,3	2,4	2,5
Argentina	-1,6	0,0	-2,3	-0,6	2,9
Socios comerciales	2,3	2,4	2,1	2,2	2,6
Socios Mercosur	0,7	1,8	0,2	1,4	2,7

Fuente: Bloomberg

**Gráfico I.1**  
**Actividad económica de EEUU**

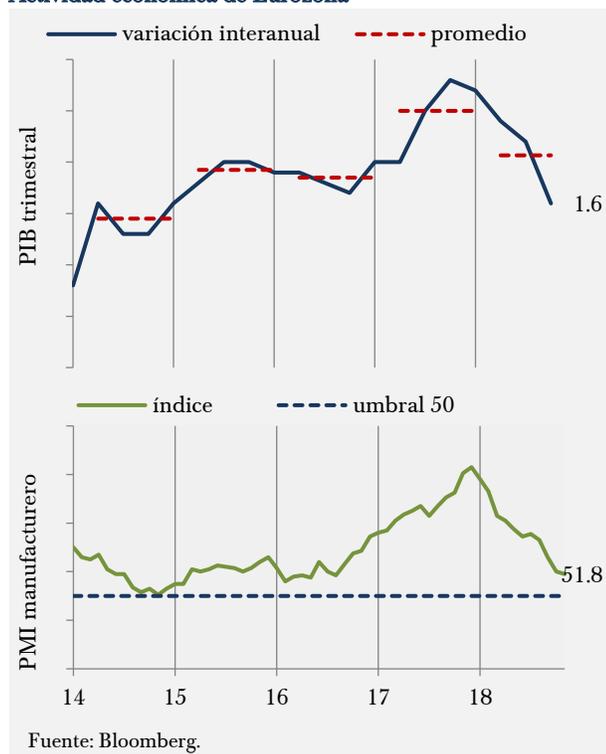


Durante el 2018, la economía mundial ha mantenido un buen desempeño, aunque inferior a lo realizado en 2017 y a lo esperado a principios de año. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, el endurecimiento de las condiciones financieras, la volatilidad en los mercados bursátiles internacionales y factores idiosincráticos de cada país han incrementado la incertidumbre a nivel global. Entre las economías avanzadas, el crecimiento de Estados Unidos para el 2018 se mantiene sin cambios desde el último IPoM. Mientras tanto, el pronóstico de crecimiento para la Eurozona se ha revisado nuevamente a la baja tanto para el 2018 como para el 2019 debido al debilitamiento del sector industrial y de la demanda externa, además de la creciente incertidumbre política. Entre las economías emergentes, en China, el crecimiento del PIB en 2019 se ha revisado a la baja, en un escenario de deterioro del sector manufacturero y de la incertidumbre generada por la guerra comercial. En la región, las condiciones económicas en Argentina continúan frágiles, en tanto que Brasil muestra un crecimiento modesto, en un contexto de incertidumbre sobre las políticas a ser implementadas por el nuevo gobierno.

### Actividad económica

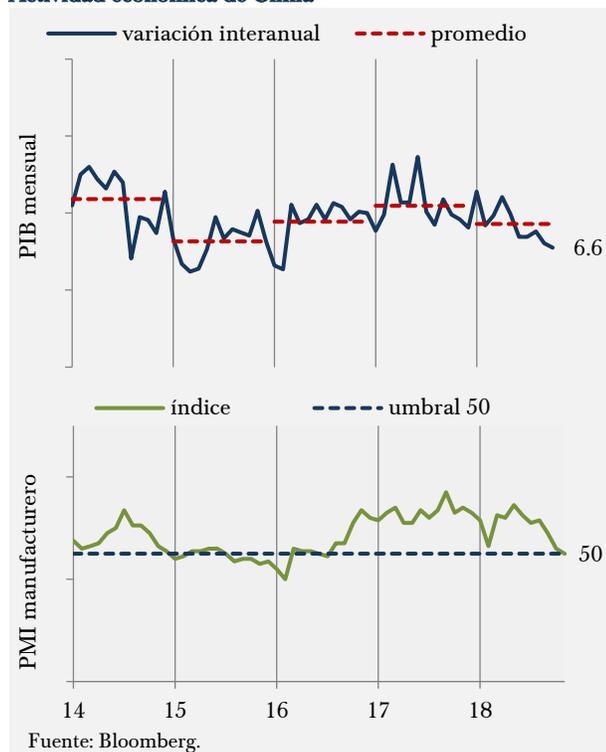
En el tercer trimestre del 2018, el PIB de los Estados Unidos verificó un crecimiento anualizado de 3,5%, por debajo del 4,2% registrado en el segundo trimestre. El crecimiento observado en el tercer cuarto del año se debe principalmente al incremento en el gasto público y el gasto de los consumidores, impulsado este último por recortes de impuestos a ganancias individuales. Además, este escenario positivo estuvo influenciado por indicadores del mercado laboral, entre estos la tasa de desempleo, que se mantiene en 3,7% desde setiembre. Por su parte, el sector manufacturero continúa en fase de expansión, impulsado por una sólida demanda y una expansión de la producción y el empleo. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, se mantienen en línea con lo previsto en el IPoM anterior para el 2018 (2,9%) y se corrigieron de 2,5% a 2,6% para el 2019; no obstante, se mantienen los riesgos derivados de las tensiones comerciales con China (tabla I.1 y gráfico I.1).

**Gráfico I.2**  
Actividad económica de Eurozona



En la zona euro, el crecimiento del PIB se ha ido desacelerando a partir de la segunda mitad del año, presentando una tasa interanual de 1,6% en el tercer trimestre del 2018, por debajo del 2,2% registrado en el trimestre anterior. Según indicadores adelantados, el pronóstico para el cuarto trimestre del 2018 es 1,4%. Este resultado es consistente con un debilitamiento de los sectores industrial y de comercio. Igualmente, el PMI del sector manufacturero sigue disminuyendo, explicada por una demanda interna y un comercio de exportación más débiles. Por otro lado, el mercado laboral continúa evolucionando favorablemente, con una tasa de desempleo del 8,1% en octubre, valores mínimos desde el 2008 (8,4% en agosto). Las tensiones comerciales y la intensificación de la incertidumbre política continúan restando optimismo en el escenario europeo. En este contexto, el crecimiento del PIB de 2018 y 2019 en la zona euro se han revisado a la baja de 2,1% a 1,9% y de 1,8% a 1,6%, respectivamente (gráfico I.2).

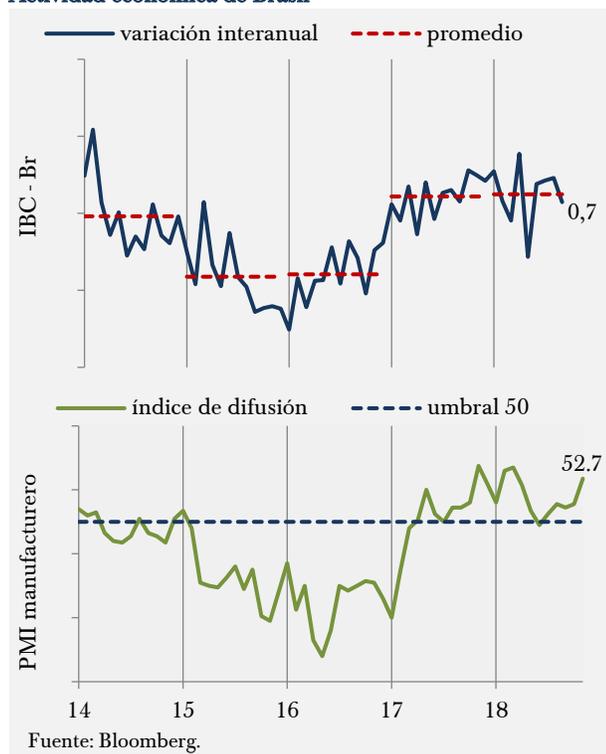
**Gráfico I.3**  
Actividad económica de China



En China, la economía creció 6,5% interanual en el tercer trimestre del 2018, lo que significó una desaceleración respecto al 6,7% registrado en el segundo trimestre. El menor crecimiento está explicado por una caída en la inversión en infraestructuras. En cuanto al PMI manufacturero, este fue 50,2 en noviembre, indicando un crecimiento más debilitado en los últimos meses del 2018. El deterioro de las exportaciones y el debilitamiento de la producción explican en parte estos resultados. En cuanto a la guerra comercial, los gobiernos de Estados Unidos y China han acordado, suspender por 90 días la imposición de nuevos aranceles. La expectativa de crecimiento para el año 2018 se ha mantenido en 6,6% y se ha revisado a la baja para el 2019, de 6,3% a 6,2% (gráfico I.3).

En Brasil, la economía creció 1,3% interanual durante el tercer trimestre de 2018, superior al 0,9% registrado en el trimestre anterior, impulsado por un sector servicios más dinámico, principalmente los sectores de transporte, almacenamiento y correo. Por otra parte, el IBC-Br aumentó 3,0% en octubre, mientras que, en el mes de noviembre, el PMI manufacturero se ubicó en 52,7, explicado por un aumento de los nuevos pedidos y una mejora en el nivel de empleos dentro del sector. En cuanto al mercado laboral, se ha observado una mejora en los últimos meses a través de la disminución de la tasa de desempleo, que ha caído al 11,7% al mes de octubre. La evolución favorable de la economía durante el tercer trimestre está relacionada con efectos

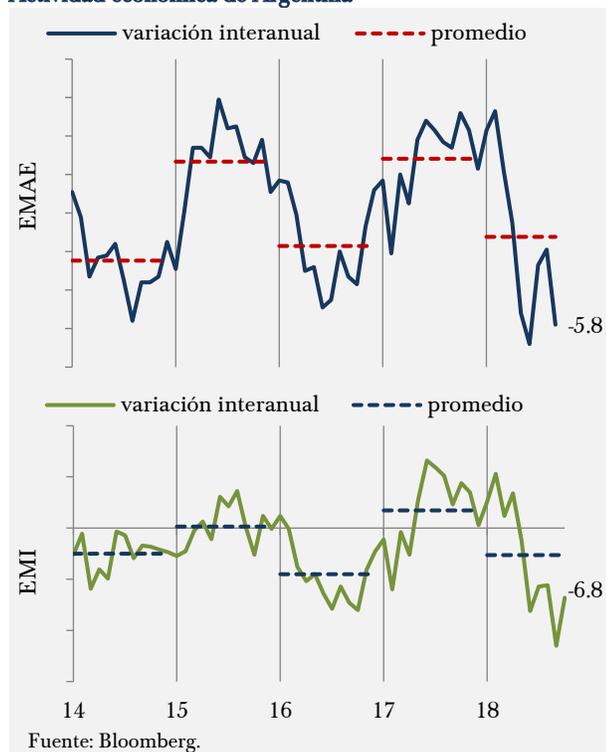
**Gráfico I.4**  
Actividad económica de Brasil



compensatorios luego de superada la paralización del sector transporte acontecida en el segundo trimestre. No obstante, las proyecciones del PIB de Brasil se han reducido con respecto al IPoM anterior, bajando de 1,5% a 1,3% para el 2018, principalmente por el magro desempeño durante el primer semestre. Para el 2019, la estimación se mantiene en 2,4% (gráfico I.4).

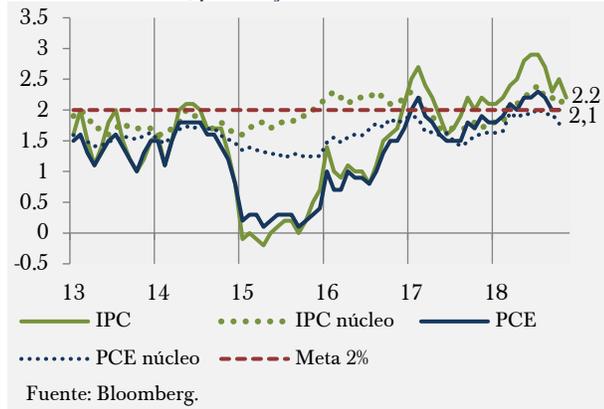
En Argentina, la estimación provisoria del PIB del tercer trimestre de 2018 mostró una variación interanual de -3,5%, inferior a la contracción observada en el segundo trimestre (-4,0%). La tasa de crecimiento del tercer trimestre es explicada principalmente por la incidencia negativa del consumo privado (-3,3 p.p.) y de la formación bruta de capital (-1,2 p.p.) principalmente. Por su parte, el EMAE se redujo en setiembre 5,8% interanual y la actividad industrial, medida por el EMI, registró una contracción de 6,8% a octubre 2018. En este escenario, el pronóstico de crecimiento de Argentina ha tenido una significativa revisión a la baja tanto para el 2018 como para el 2019, ubicándose en -2,3% y -0,6% respectivamente. El escenario económico permanece complejo, aunque el mercado cambiario se ha estabilizado en el periodo reciente (gráfico I.5).

**Gráfico I.5**  
Actividad económica de Argentina



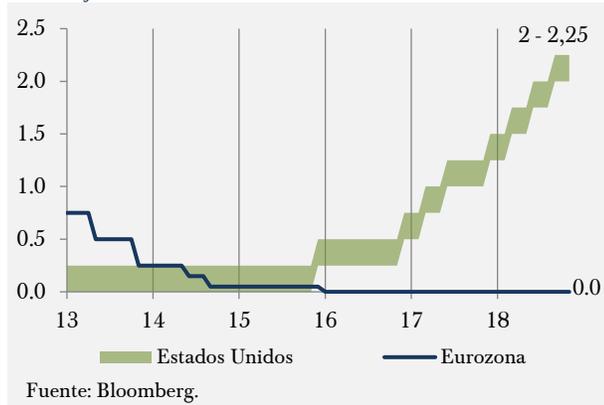
**Gráfico I.6**  
**Inflación en EEUU**

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

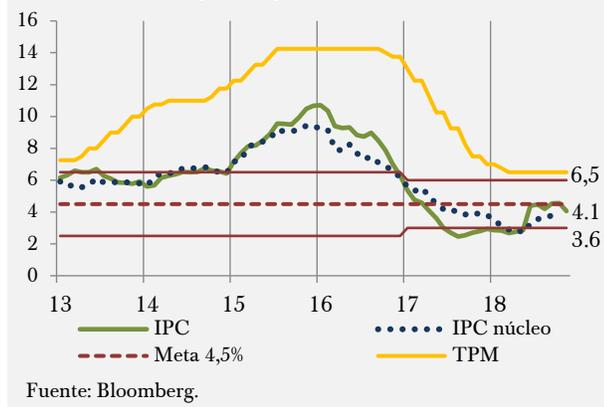
Las medidas de inflación de EE.UU. descendieron desde el último IPoM (gráfico I.6). La inflación del IPC se ubicó en 2,2% interanual en noviembre impulsada, mientras que su medida núcleo se situó en 2,2%. Por otro lado, el índice de precios PCE aumentó 2%, mientras que el PCE núcleo a 1,8% (gráfico I.6). Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED), considerando las condiciones realizadas y esperadas de la inflación y el mercado laboral, ha aumentado el rango objetivo de la tasa de fondos federales en [2,25% - 2,50%] en la reunión de diciembre. Al respecto, se prevén más aumentos de la tasa de fondos federales para el 2019, aunque a un ritmo más moderado al esperado anteriormente. Además, cabe señalar que la FED continuará acelerando su programa de normalización monetaria con la reducción del volumen de su balance en 50 mil millones de dólares mensuales (gráfico I.7).

En la Eurozona, la tasa de inflación a noviembre se ubicó en 2% interanual, el mismo nivel registrado en el IPoM anterior, impulsado por los rubros de servicios, combustibles, alimentos y tabaco; mientras que la inflación núcleo llegó al 1% (gráfico I.8). En cuanto a las decisiones de política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia en su reunión de diciembre. De esta manera, la tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,40%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25%. En cuanto a las medidas no convencionales de Política Monetaria, el BCE redujo a partir de octubre la compra neta de activos a 15.000 millones de euros hasta finales de diciembre de este año.

En la región, la inflación total de Brasil fue 4,1% interanual en noviembre, menor al dato registrado en el último IPoM, explicado principalmente por los sectores de energía eléctrica y combustibles. Por otro lado, la inflación núcleo repuntó levemente a 3,6% en octubre. Según la encuesta de Focus, se espera que la inflación sea 3,7% en 2018 y 4,1% en 2019, por debajo de la meta de 4,5%. En este escenario, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha decidido mantener la tasa SELIC en 6,5% en su última reunión de diciembre y, según las expectativas de mercado, los agentes esperan que la tasa actual suba al 7,5% en 2019 (gráfico I.9).

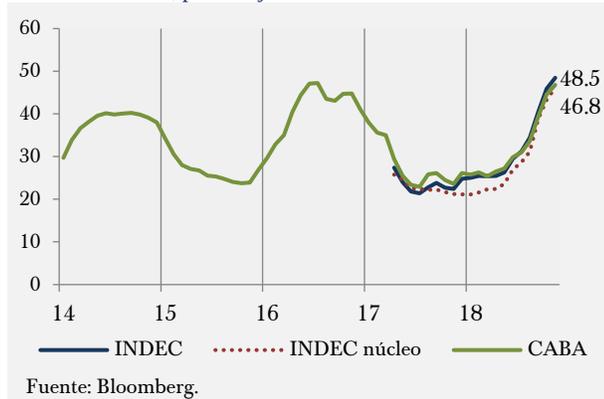
**Gráfico I.9**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



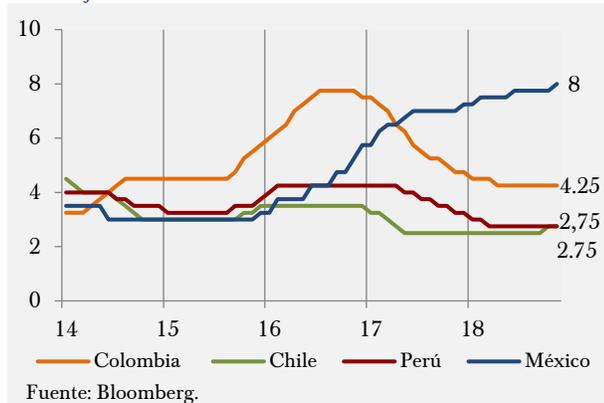
**Gráfico I.10**  
**Inflación en Argentina**

Variación mensual, porcentaje



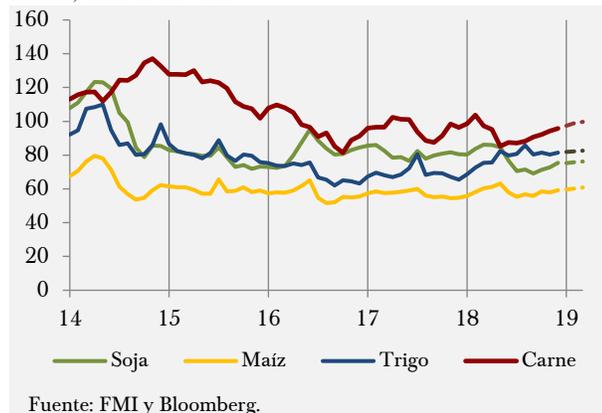
**Gráfico I.11**  
**Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación**

Porcentaje



Respecto a Argentina, la inflación general del INDEC se ha acelerado desde el último IPoM, alcanzando la tasa de 48,5% en noviembre. De la misma manera, el indicador de inflación total medido por CABA presenta una tendencia similar. Además, la inflación núcleo del INDEC sigue con tendencia alcista, alcanzando en noviembre una tasa de 46,2% (gráfico I.10). Por un lado, desde el 1 de octubre el BCRA ha tomado la decisión de dejar de lado el esquema de metas de inflación e implementar uno basado en el control de los agregados monetarios, tomando como meta la base monetaria. Entre las medidas que acompañan esta decisión se destacan: el crecimiento nulo de la base monetaria, con ajuste por estacionalidad en diciembre y junio; el establecimiento de una banda de flotación del dólar entre 34 y 44 pesos, ajustándose diariamente a una tasa de 3% mensual hasta finales de diciembre y la continuación del programa de desarme de las LEBAC a través de un nuevo ajuste en la base monetaria vía aumentos de encajes remunerados integrados en LELIQ (Letras de Liquidez). Por otro lado, en el marco de las negociaciones con el FMI, el organismo y las autoridades argentinas han llevado a cabo la segunda revisión del programa económico respaldado por el acuerdo *stand-by*. La finalización de la revisión se encuentra sujeta a la aprobación del Directorio Ejecutivo del FMI y pondrá a disposición del país 5.500 millones de Derechos Especiales de Giro - DEG (aproximadamente 7.600 millones de dólares).

**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 (%)



## Materias primas

En cuanto a los precios de los *commodities*, la mayoría ha mostrado un incremento con respecto al IPoM anterior. El precio de la soja subió 9,1%, recuperándose de la caída registrada en el informe anterior, debido a la tregua de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. En cuanto al maíz, su precio se recuperó 1,5% desde el informe anterior, y las perspectivas indican que continuará esta tendencia. Por último, el precio de la carne aumentó 5,6% y se espera que se mantenga esta tendencia para el próximo año (gráfico I.12).

Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo han disminuido, principalmente por exceso de oferta por parte de Arabia Saudita y otros productores, a esto se suma el aumento de la producción en Estados Unidos, Libia y Venezuela, a pesar de la situación política y económica de estos últimos dos países. En específico, el precio del petróleo Brent disminuyó 26,3%, mientras que el de WTI se redujo en 28,7% respecto al informe anterior. Los mercados de futuros sugieren que los precios se mantendrán levemente por encima de los actuales. Por último, en la reunión de diciembre, la OPEP y Rusia han acordado reducir la producción de petróleo a partir de enero y hasta junio del próximo año (gráfico I.13).

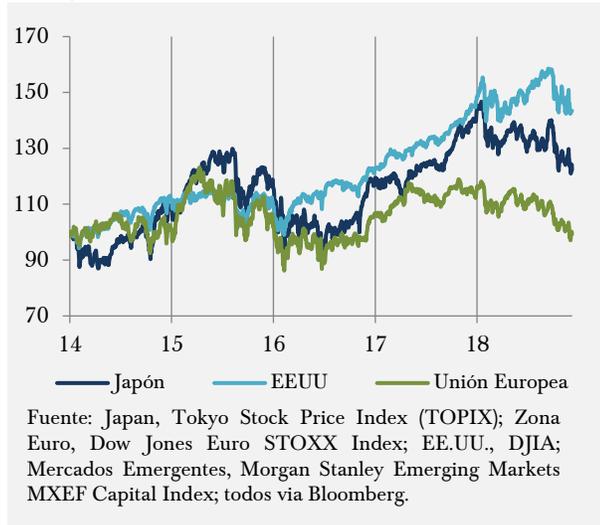
## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años han disminuido en promedio con respecto al IPoM anterior, presionados por las preocupaciones sobre el aumento de los costos de la deuda de Estados Unidos, la desaceleración del impulso económico mundial y las tensiones sobre el comercio internacional.

Debe mencionarse, además, que el diferencial entre los bonos de 30 y 10 años ha disminuido con respecto al último IPoM. Los rendimientos de los bonos de plazos menores a 10 años han continuado con su caída, aumentando los diferenciales con los bonos de 30 años. Se considera que el principal motivo de esta disminución es el temor a una ralentización del crecimiento económico en Estados Unidos (gráfico I.14).

El mercado bursátil de Japón ha caído fuertemente con respecto al IPoM anterior debido a la guerra comercial entre

**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 (\*)



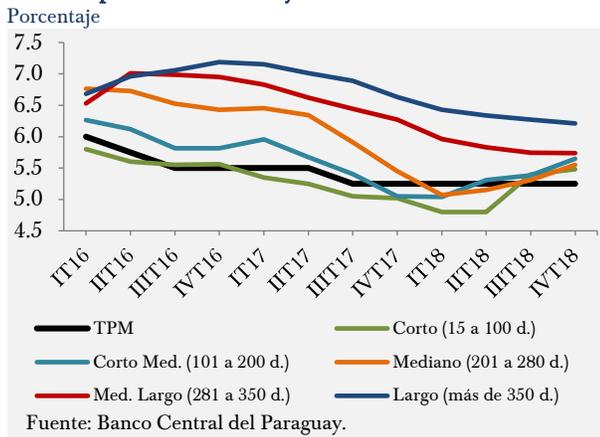
China y Estados Unidos y a la venta masiva de las acciones en el sector tecnológico.

El índice bursátil de los Estados Unidos ha disminuido un 9% desde el IPoM anterior, debido a las preocupaciones de los inversores por el aumento de las tasas de interés, suponiendo que el mercado alcista de casi una década podría estar finalmente acabando. De la misma manera, el índice europeo se encuentra por debajo del nivel que estaba en el último IPoM. Esta disminución se explica principalmente por la incertidumbre política de varios de los países más importantes, como Alemania e Italia (gráfico I.15).

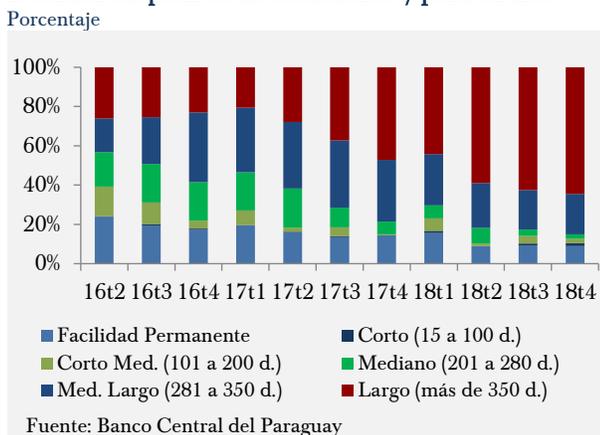
En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se apreció 2,6%. El dólar ha sido la moneda que ha presentado mayores ganancias a lo largo del año, con un incremento del 5,9%. No obstante, la volatilidad de los mercados bursátiles en Estados Unidos, un débil comportamiento de los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo y unas condiciones externas menos alentadoras, generan un escenario de incertidumbre para la moneda estadounidense en el próximo año (gráfico I.16).

## II. Mercados Financieros

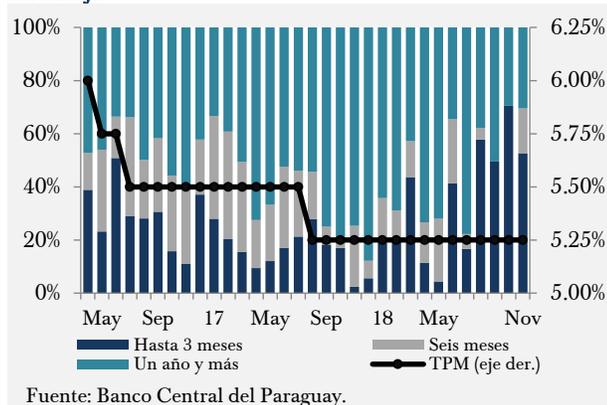
**Gráfico II.1**  
Tasas de política monetaria y de los IRM



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



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



### Política Monetaria

En el ámbito internacional, en el último trimestre del año la economía global evidenció una evolución favorable, no obstante, se mantenían los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento mundial asociados principalmente a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Los indicadores de Estados Unidos han permanecido sólidos, mientras que en la Zona Euro persistió un menor ritmo de expansión.

En el plano regional, el panorama económico se ha mostrado frágil. Las proyecciones de crecimiento de las principales economías de la región fueron corregidas a la baja debido a factores internos como externos. Sin embargo, en Argentina, pese a la delicada condición económica, la volatilidad en el mercado cambiario se ha moderado. Por otro lado, en Brasil, en el periodo reciente, los índices de actividad y de confianza mostraron un desempeño más favorable, a pesar de que el crecimiento previsto continuó por debajo de lo esperado inicialmente.

En cuanto a la economía local, la misma se vio afectada, en parte, por el escenario externo más complejo, ya que en los meses recientes se ha registrado un menor dinamismo de la actividad económica. Por otro lado, la evolución de las distintas medidas de inflación se mostró consistente con el objetivo de mediano plazo. Así también, las expectativas de los agentes económicos permanecen en niveles cercanos a la meta de inflación.

Por ello, el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA), dado este escenario, consideró mantener la tasa de política monetaria en 5,25% anual en las reuniones realizadas durante el cuarto trimestre del año 2018.

### Instrumentos de Regulación Monetaria

El saldo de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) y de la facilidad permanente de depósitos (FPD), ha mostrado un leve cambio en la composición. Esto se observó, principalmente, en la reducción del 1,8% en los plazos de 101 a 200 días (Corto-

**Gráfico II.4**  
**Evolución del crédito**

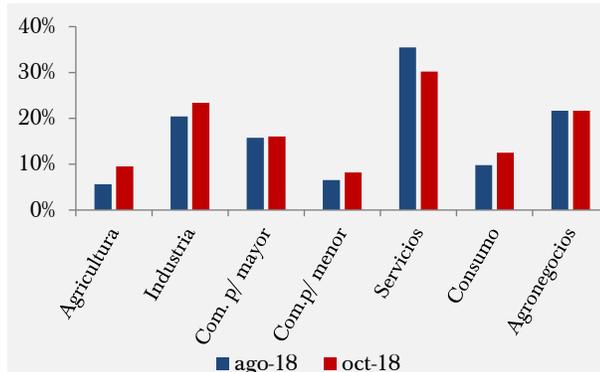
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico II.5**  
**Crédito por sectores**

Variación interanual



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico II.6**  
**Encuesta de situación general del crédito**

La coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Mediano) y en el aumento del 2% en los plazos de más de 350 días (Largo) en el cuarto trimestre de 2018 en relación al trimestre pasado. Así, la participación, en el cuarto trimestre, de aquellos plazos que presentaron aumentos fue: Largo, 64,5%; Mediano-Largo, 20,6% y Corto, 1,5%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 2,0%, 0,5% y 0,6% para los plazos Largo, Mediano-Largo y Corto respectivamente en relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2). Además de la recomposición de cartera, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo en 14,3% en relación al tercer trimestre de 2018, siendo el plazo Largo (-7,3%), el plazo Mediano - largo (-2,4%), el plazo Corto - mediano (-2,1%), el plazo Mediano (-1,2%) aquellos con mayores incidencias en la reducción, compensado por los aumentos en el plazo Corto (0,3).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el cuarto trimestre del año se registró mayor apetito por los plazos de los instrumentos de hasta 3 meses y 6 meses. Así, en el cuarto trimestre de 2018 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 59,6% del total, la de 6 meses representó el 10,3% y la de 1 año y más representó el 30,1% (gráfico II.3).

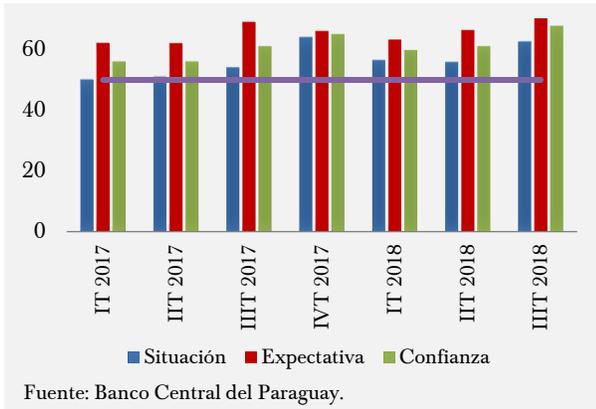
### Condiciones Financieras

Desde el último IPoM, los créditos han seguido mostrando un buen dinamismo. Así, en octubre de 2018, los préstamos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 15,6%, superior a la registrada al cierre del último informe (13,8%). Por su parte, los créditos en moneda extranjera registraron un aumento interanual de 9,6%, por encima del 8,5% observado en el mes de agosto (gráfico II.4).

Considerando el total de créditos, a nivel sectorial se observa una expansión casi generalizada. Respecto al informe anterior, se registró un mayor crecimiento de los préstamos otorgados al sector agrícola, a la industria, al comercio y al consumo. Por su parte, los destinados al sector de servicios se moderaron, aunque la tasa de crecimiento permanece en niveles elevados (gráfico II.5).

Por otro lado, conforme a los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito (segundo trimestre del año del 2018), el 65,5% de los encuestados consideró que la coyuntura económica actual es favorable para la concesión de créditos. Esta tasa, si bien es levemente inferior a la

**Gráfico II.7**  
**Índice de situación, expectativas y confianza del crédito**  
Índice de difusión

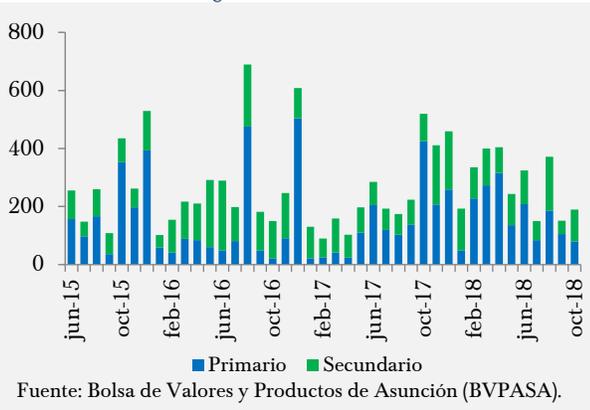


registrada en el trimestre anterior, es superior a la observada en el mismo periodo del 2017 (55,1%) (gráfico II.6).

Por su parte, el índice de las expectativas para la concesión de créditos se mantiene en la zona de expansión, lo cual puede contribuir a consolidar la expansión observada en los últimos meses (gráfico II.7). A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses también permanecen en la zona de expansión. La encuesta revela que las mejores perspectivas, corresponden al sector de agricultura, ganadería, comercio y consumo.

### Mercado bursátil

**Gráfico II.8**  
**Volumen negociado en la BVPASA**  
En miles de millones de guaraníes

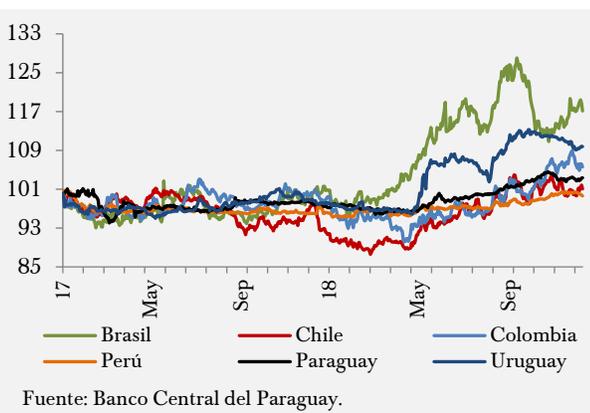


El total negociado al mes de octubre en la bolsa de valores (BVPASA) se ubicó en torno a 2,8 billones de guaraníes (476 millones de dólares), que representa un incremento acumulado de 33,2%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (35,6%) y renta variable (17,3%), aunque fue marginalmente compensado por la disminución de las operaciones en instrumentos de reporto (-9,2%). Por otro lado, del total negociado en los diez primeros meses del año, el 60,3% correspondió a transacciones en el mercado primario y 39,7% al mercado secundario (gráfico II.8).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, la distribución en el mes de octubre fue la siguiente: Bonos Financieros 41,0%, Bonos Públicos 17,8%, Bonos Subordinados 17,1%, Bonos Corporativos 12,9%, Acciones 5,8%, Bonos Bursátiles de Corto Plazo 4,74% y Títulos de Crédito 0,7%.

En octubre la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la Bolsa de Valores se ubicó en 7,73% y en 6,63% para aquellas en moneda extranjera.

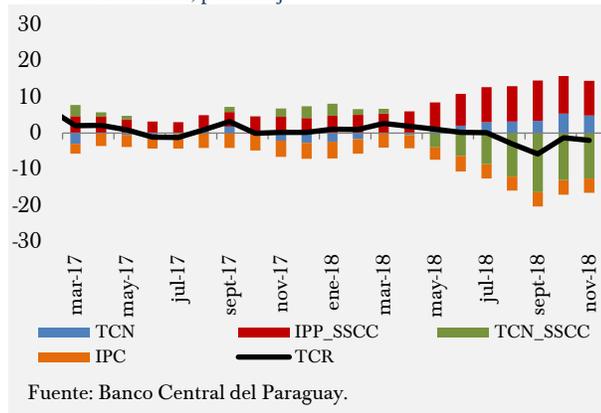
**Gráfico II.9**  
**Tipo de cambio nominal respecto al dólar**  
Índice ene-2017=100



### Tipo de cambio

Entre mediados de diciembre y finales del mes de setiembre, las monedas de la región que presentaron depreciaciones fueron el peso colombiano (6,9%), el peso chileno (3,2%), el sol peruano (1,6%) y el guaraní (0,8%). En tanto que, el real brasilero y el peso uruguayo se apreciaron en 5,0% y 3,1% respectivamente (gráfico II.9).

**Gráfico II.10**  
**Tipo de cambio real multilateral**  
Variación interanual, porcentaje



Por otra parte, en octubre de 2018, el tipo de cambio real multilateral (TCR) registró una apreciación interanual de 2,0%, menor a la observada en el mes de setiembre. Esta reducción se explicó principalmente por la menor depreciación interanual de las monedas de los socios comerciales. Adicionalmente, una mayor depreciación del guaraní contribuyó a atenuar la apreciación real (gráfico II.10).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

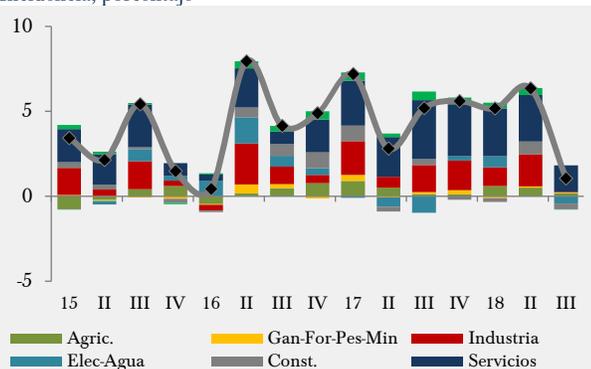
Sectores	Pond. 2017	2017				2018		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	8,1	7,9	6,0	2,3	1,7	5,3	5,9	3,3
Ganadería, forestal, pesca y minería	3,3	11,7	-2,1	3,0	7,6	-3,3	2,3	1,2
Industria	20,0	10,8	3,4	7,9	9,1	5,8	9,8	0,2
Electricidad y agua	8,2	-1,0	-6,0	-10,9	3,2	7,7	-0,2	-5,6
Construcción	5,9	15,7	-4,6	5,3	-3,2	-3,6	13,4	-5,1
Servicios	47,1	5,9	5,0	7,4	6,3	6,4	5,8	3,2
Impuestos a los productos	7,4	6,7	3,0	6,7	5,4	4,5	5,6	0,0
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>7,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>1,1</b>
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,1	7,7	3,5	6,9	6,2	5,0	7,1	1,5

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. 2017	2017				2018		
		I	II	III	IV	I	II	III
<b>Demanda Interna</b>	<b>95,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,9</b>
Consumo hogares	63,8	4,8	3,7	6,9	6,6	6,4	4,2	2,6
Consumo gobierno	10,8	-2,9	4,1	3,0	1,9	9,4	5,7	6,8
Formación Bruta de Capital	21,0	31,9	43,5	1,9	3,7	11,7	12,8	27,9
Exportaciones	36,9	10,0	-7,3	14,8	19,6	2,4	11,6	-12,2
Importaciones	32,5	17,7	13,0	17,4	17,5	10,3	12,0	3,1
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>7,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>1,1</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

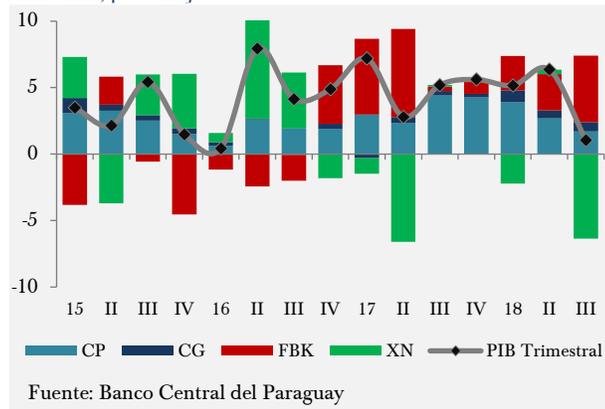
#### Actividad y demanda

El dinamismo observado en la primera mitad del año, se moderó en los últimos meses, explicado en parte, por el entorno regional más complejo, como así también por algunos factores internos de oferta. En el tercer trimestre, el PIB mostró una expansión de 1,1%, por debajo de las registradas en el primer (5,2%) y segundo trimestre (6,4%). Este cambio se explica principalmente por el menor ritmo de expansión de la industria manufacturera y de los servicios, y las caídas registradas en las actividades de construcción y electricidad y agua. Por el lado del gasto, si bien la demanda interna mantuvo una contribución positiva, se verificó una incidencia interanual negativa importante de la demanda externa neta, especialmente explicada por la caída de las exportaciones. A pesar de la moderación, la variación acumulada se ubicó en 4,2%.

El sector de los servicios registró un crecimiento interanual de 3,2% en el tercer trimestre (5,8% en el anterior), aunque debe señalarse que esta tasa se observó a pesar del importante efecto base (7,4% de crecimiento en el mismo trimestre del 2017). El desempeño positivo se explicó principalmente por el comercio, las telecomunicaciones, servicios a los hogares, servicios a las empresas, servicios financieros y los servicios gubernamentales (tabla III.1). Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula un crecimiento de 5,1%.

Con respecto al sector agrícola (en base a los últimos datos del Ministerio de Agricultura y Ganadería), el mismo registró un crecimiento interanual de 3,3% en el tercer trimestre de 2018 (5,9% en el trimestre anterior). Este resultado positivo se debe en gran parte al importante incremento registrado en la producción de soja (nivel record), como así también por los mayores volúmenes de producción de otros rubros agrícolas como trigo, maíz, mandioca, canola y yerba mate, amortiguado por la disminución de la producción de caña de azúcar, arroz y girasol. El crecimiento acumulado del sector al tercer trimestre se ubica en 5,0%.

**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



Por su parte, la actividad manufacturera presentó un crecimiento interanual de 0,2% (9,8% en el trimestre anterior) y una variación acumulada de 5,1% al tercer trimestre de 2018. Las ramas de mejor desempeño en el trimestre fueron la producción de químicos, madera, textiles y prendas de vestir, papel y productos del papel, bebidas y tabaco, otros productos alimenticios y productos metálicos. No obstante, la producción de carne, fabricación de aceites, molinería y panadería, azúcar, metales comunes, cuero y calzados verificaron reducciones en el trimestre (gráfico III.1).

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó un crecimiento de 1,2% con respecto al mismo trimestre del año 2017 y acumuló un crecimiento de 0,1% al tercer trimestre de 2018. Si bien el nivel de faenamiento bovino se redujo, debido en parte al inicio del segundo periodo de vacunación contra la fiebre aftosa y las condiciones climáticas adversas, que dificultaron el normal traslado del ganado a los centros de faenamiento, el crecimiento del sector fue explicado por los buenos niveles alcanzados en los otros productos pecuarios, como la producción de aves de corral, cerdos y la producción de leche cruda. A su vez, la actividad forestal presentó un incremento debido a su interrelación con la industria de la madera de muy buen desempeño en el periodo de referencia.

El sector de la construcción presentó una variación interanual de -5,1%. De esta manera, la actividad acumuló un crecimiento de 1,0% al tercer trimestre de 2018. El comportamiento de la actividad estuvo influenciado por las condiciones climáticas adversas en el periodo de referencia, que obstaculizaron el normal desarrollo de las obras.

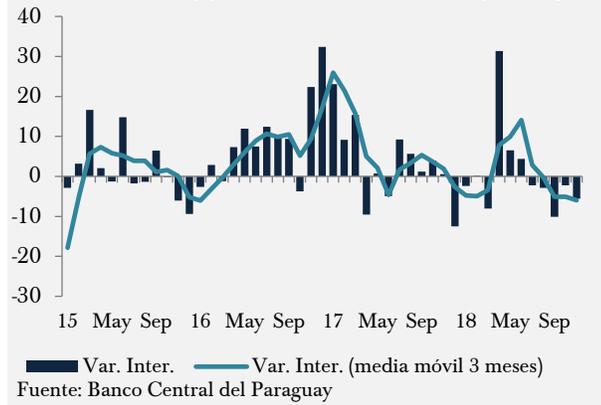
El sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de -5,6%. Este resultado se debió a la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, que se vio afectada por la reducción de los embalses como consecuencia del menor nivel del río Paraná, debido a la sequía que afectó al Brasil. No obstante, dichas disminuciones fueron parcialmente atenuadas por los incrementos en la distribución de energía eléctrica y agua. La actividad acumuló un crecimiento de 1,0% al tercer trimestre.

Desde la perspectiva del gasto, en el tercer trimestre de 2018, el crecimiento del PIB fue sostenido nuevamente por la demanda interna (incremento interanual de 7,9%). Entre

**Gráfico III.5**

**Indicador del sector construcción**

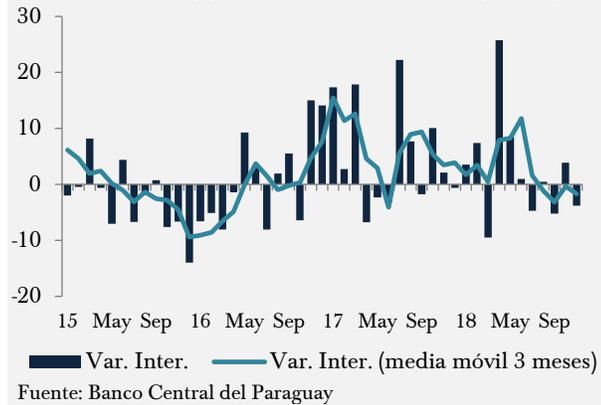
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



**Gráfico III.6**

**Indicador de la inversión total**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



**Gráfico III.7**

**Importaciones bajo el régimen de turismo**

Valores nominales y variación interanual, porcentaje



los principales componentes de la demanda interna, se destacan los aumentos de 3,2% en el consumo total y de 27,9% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales (tabla III.2 y gráfico III.2).

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones positivas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual de 2,6% y acumuló un crecimiento de 4,4% al tercer trimestre del año. El consumo de los hogares fue impulsado principalmente por los gastos en compras de servicios como salud, educación, recreación, transportes y comunicaciones, y de bienes no durables tales como alimentos y bebidas, productos farmacéuticos y combustibles. Por su parte, el consumo público verificó un crecimiento de 6,8% en términos interanuales, mostrando esta trayectoria positiva por sexto trimestre consecutivo y acumulando un crecimiento de 7,2% al tercer trimestre.

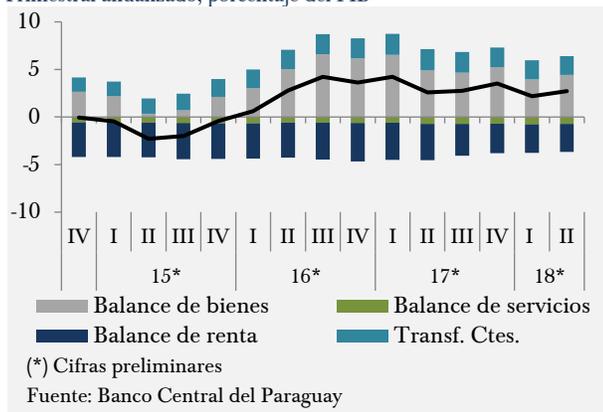
La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha registrado una disminución de -2,3% con respecto al mismo trimestre de 2017. Este desempeño estuvo influenciado principalmente por el menor nivel de las construcciones y la inversión en maquinarias y equipos.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron una variación interanual de -12,2%, mientras que las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 3,1% (manteniendo esta trayectoria por noveno trimestre consecutivo).

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2018, con 7,4 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose la FBK con 5,0 p.p. y en menor medida el consumo total con 2,4 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa de -6,4 p.p.

Finalmente, conforme a los indicadores adelantados de corto plazo, la actividad económica seguiría registrando un dinamismo moderado en el cuarto trimestre de 2018. Si bien el escenario regional sigue siendo complejo, se observó cierta mejora en meses recientes, que, junto con la menor apreciación real respecto a Brasil y Argentina, podría atenuar el impacto sobre el comercio fronterizo (gráfico

**Gráfico III.8**  
**Cuenta Corriente: Componentes y Saldo**  
Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



**Tabla III.3**  
**Cuenta Corriente**

	2017*	2018 (f)	2019 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>1.215,0</b>	<b>279,4</b>	<b>-250,3</b>
Balanza Comercial	1.881,1	893,3	341,0
Exportaciones	13.405,3	13.832,7	13.912,8
Importaciones	-11.524,2	-12.938,3	-13.571,8
Servicios	-273,0	-300,0	-280,0
Renta	-1.215,7	-1.154,9	-1.156,4
Transferencia Corriente	822,7	840,0	845,1
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,6</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

III.7). A ello, hay que sumar también la recuperación de la producción de energía eléctrica.

### Cuenta Corriente

Con respecto al informe anterior, los datos de la balanza comercial del año 2017 fueron revisados a la baja, en particular el rubro de otras exportaciones, estimado a partir de la actualización de los cuadros de oferta y utilización para el cierre del PIB anual. De esta manera, el saldo superavitario en la cuenta corriente se ubicó en USD 1.215 millones (3,1% del PIB).

Con relación al año 2018, la estimación del nivel de las exportaciones fue ajustada al alza, principalmente por una revisión positiva de las reexportaciones, que en la última parte del año han mostrado una mejora importante. Con este cambio, además con la corrección a la baja en el dato del 2017, el crecimiento previsto de las exportaciones totales se sitúa en 3,2%, superior al 1,2% presentado en el IPoM de setiembre.

Por su parte, la estimación de crecimiento de las importaciones se mantuvo sin cambio con relación al informe anterior, teniendo en cuenta que la evolución de las compras del exterior se ha mantenido dentro de los márgenes previstos. Se ha seguido registrando una buena dinámica, tanto de las importaciones de bienes de consumo, como así también de los bienes intermedios y de capital.

Finalmente, con los ajustes en las exportaciones de bienes, así como también en los datos de servicios y transferencias conforme a datos disponibles actualizados, el saldo de la cuenta corriente para el 2018 se ubica en USD 279,4 millones (0,7% del PIB) (tabla III.3).

Para el 2019 se proyecta un aumento un leve aumento de las exportaciones totales, sustentado principalmente en los mayores niveles previstos para las reexportaciones, energía eléctrica y los envíos realizados bajo el régimen de maquila.

Asimismo, se espera un ligero crecimiento en los niveles de las importaciones registradas, en línea a las perspectivas positivas para el consumo privado, como también las realizadas bajo los regímenes de turismo y de maquila.

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

	Noviembre 2017	Noviembre 2018	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	27.697	29.815	7,6%
Ingresos tributarios	19.991	21.546	7,8%
Otros ingresos	7.706	8.269	7,3%
<b>Gasto total obligado</b>	24.327	26.868	10,4%
Remuneración a los empleados	11.735	12.883	9,8%
Uso de bienes y servicios	2.295	2.632	14,7%
Intereses	1.247	1.510	21,1%
Donaciones	4.207	4.240	0,8%
Prestaciones sociales	3.958	4.613	16,5%
Otros gastos	885	989	11,7%
<b>Adquisición neta de activos no financieros</b>	4.522	3.841	-15,1%
<b>Balance operativo neto</b>	3.370	2.947	
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	-1.153	-893	

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)

Con este escenario, la cuenta corriente estimada para el año 2019 cerraría con un saldo del orden de USD -250 millones (-0,6% de PIB)

## Finanzas públicas

Con respecto al informe anterior, el ingreso total recaudado registró una leve mejora, mientras que el crecimiento del gasto se moderó ligeramente. Por su parte, el déficit fiscal permanece en niveles moderados, coherente con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

El ingreso total recaudado a noviembre ascendió a 26,7 billones de guaraníes (aproximadamente 5.140 millones de dólares), lo que equivale a un incremento acumulado de 7,6%, levemente superior a la tasa observada al mes de setiembre (7,3%). Este mayor crecimiento se debió a la mejora de los otros ingresos, dado que los ingresos tributarios han seguido moderándose (7,8%), especialmente los ligados a los impuestos internos (tabla III.4).

El gasto total obligado a noviembre totalizó 26,9 billones de guaraníes (aproximadamente 4.632 millones de dólares), lo que representa un aumento acumulado de 10,4%, por debajo del 11,1% verificado al mes de setiembre, explicado principalmente por el menor crecimiento de remuneración a los empleados y de las compras de bienes y servicios.

Por otro lado, la Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró una disminución acumulada de 15,1% al mes de noviembre (gráfico III.9), caída mayor a la presentada en el IPoM anterior (-13,2%). Esta menor dinámica de las inversiones se explica, en parte, por el periodo de transición a una nueva administración del gobierno.

Con los resultados a noviembre, el balance fiscal anualizado se encuentra en -0,9% del PIB (base 2014), nivel muy por debajo del límite establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal (-1,5%).

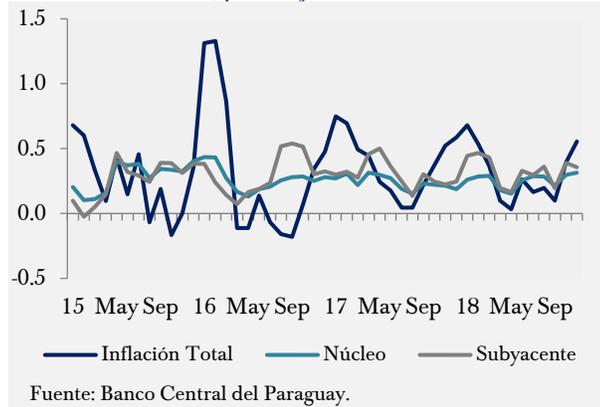
**Gráfico III.10**  
**Indicadores de inflación**

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 mensual, porcentaje



## Evolución de los precios

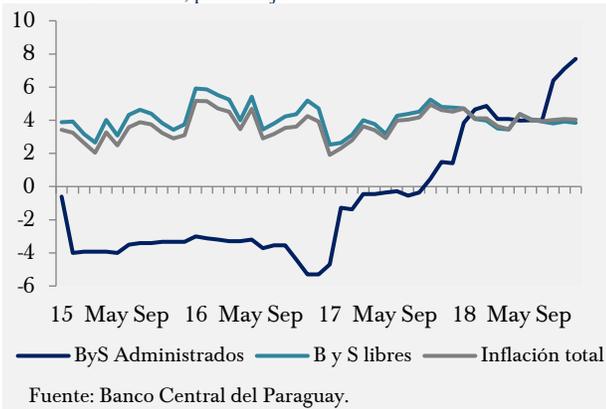
A partir del último IPoM, la inflación total se mantuvo relativamente estable en torno al centro del rango meta, mientras que las medidas subyacentes mostraron un ligero incremento. Entre los meses de octubre y noviembre se observaron incrementos de precios principalmente de los alimentos, servicios, como así también, aumentos en los precios de los combustibles, pasaje urbano, y bienes duraderos de la canasta.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el mes de noviembre registró una variación interanual de 4%, similar a la observada en setiembre de 2018. El promedio entre octubre y noviembre se situó en 4,1%, superior al 4% verificado en el tercer trimestre del 2018, pero menor al promedio del 4,7% observado en el cuarto trimestre del año pasado.

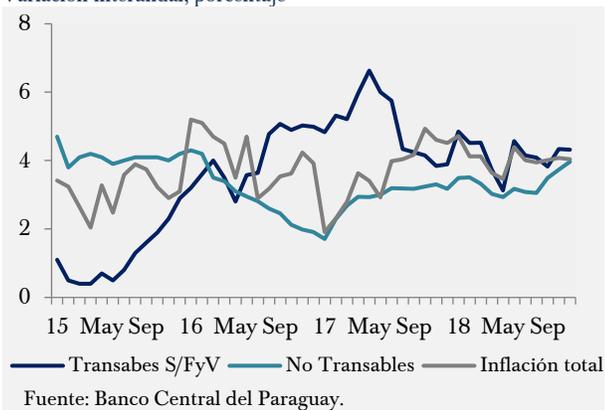
Durante el periodo octubre-noviembre del 2018, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 4,1% y 3%, mientras que en el tercer trimestre se habían ubicado en 3,7% y 3%, respectivamente. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 3,1%, levemente por encima de la tasa observada en el tercer trimestre (2,9%) (gráfico III.10). En términos mensuales, la inflación promedio entre octubre y noviembre del corriente fue 0,6%, por encima del 0,1% observado entre julio y setiembre del 2018, y similar al observado en el cuarto trimestre del año pasado (0,6%). Asimismo, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas del 0,3% y 0,4% respectivamente, en tanto las registradas entre julio y setiembre de 2018 fue de 0,2% y 0,2% respectivamente para ambos indicadores (gráfico III.11).

En términos de incidencia del IPCSAE en la inflación total, se subraya la importancia del componente de los servicios con relación al de bienes. En este periodo (octubre-noviembre) la inflación mensual promedio de servicios fue del 0,3%. El IPCSAE servicios registró una incidencia promedio de 0,11 p.p., mientras que IPCSAE bienes 0,10 p.p. Por su parte, en este mismo periodo, la incidencia promedio de los alimentos fue positiva (0,34 p.p.), y el segmento de energía mostró una incidencia promedio de 0,11 p.p. (gráfico III.12).

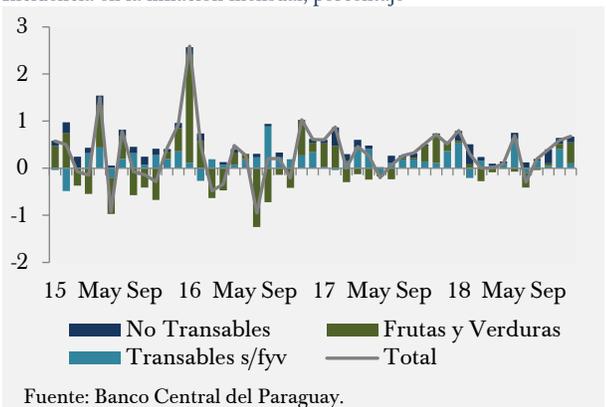
**Gráfico III.13**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



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



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



La variación de los precios de consumo se caracterizó principalmente por los incrementos de precios registrados en los bienes alimenticios. Asimismo, se observaron leves incrementos en los precios de los servicios. Por otro lado, los bienes duraderos de la canasta han verificado incrementos de precios, ligados a la depreciación del guaraní con relación a la moneda norteamericana.

En la agrupación de alimentos se destacaron los aumentos de algunos precios volátiles de la canasta, como así también de la carne vacuna y de los productos sustitutos, mientras que las disminuciones de precios de productos lácteos, carne de pescado fresco y azúcar atenuaron los incrementos mencionados.

Con relación a los bienes administrados, los mismos registraron una variación interanual promedio de 7,4% entre octubre y noviembre, superior al 4,8% observado en el tercer trimestre del año 2018, comportamiento que responde al ajuste en el precio del pasaje urbano<sup>3</sup> e interurbano en este lapso. Por su parte, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,9% (3,9% en el tercer trimestre del 2018) (gráfico III.13).

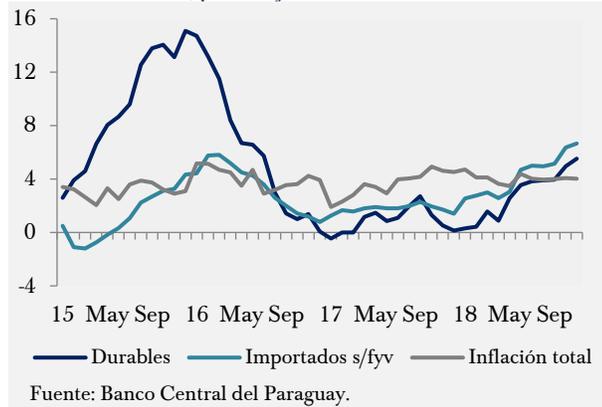
En cuanto a los bienes no transables, se verificaron incrementos de precios en alquiler de vivienda, servicio doméstico, servicio de reparación de vivienda, gastos en salud, pasaje aéreo, paquetes turísticos al exterior, servicio de mantenimiento de vehículos, servicio de correo, y servicio de cuidado personal, entre otros (gráfico III.14) (gráfico III.15).

Por su parte, los bienes duraderos de la canasta verificaron en el periodo octubre y noviembre subas especialmente en aquellos bienes de origen importado, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio nominal del guaraní respecto al dólar norteamericano observado en este periodo (gráfico III.16).

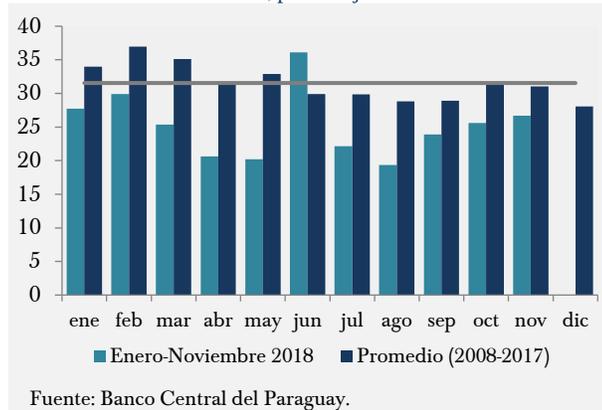
Asimismo, en el cuarto trimestre, se observaron aumentos en los precios de los combustibles en el mercado interno, destacándose subas en los precios de las naftas, gasoil aditivado, gas de uso doméstico y gasoil común, afectados por la suba del precio internacional del petróleo, como así también por la depreciación del tipo de cambio. Es

<sup>3</sup> Decreto N° 430 Por el cual se establece los reajustes de las tarifas de transporte público de pasajeros para el Área Metropolitana de Asunción.

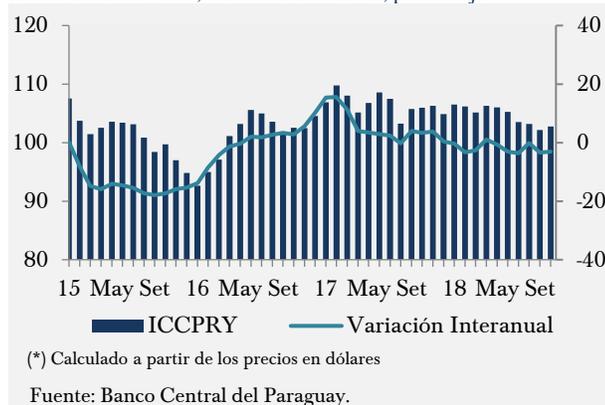
**Gráfico III.16**  
**Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras**  
Variación interanual, porcentaje



**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



importante señalar, que el ajuste en el precio del gasoil común, derivó en el reajuste en el precio del pasaje urbano e interurbano. Sin embargo, es importante mencionar que, debido a la reversión importante en el precio del petróleo en las últimas semanas, los precios de los combustibles volvieron a reducirse en el mes de diciembre.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 26,1%, superior al promedio observado entre julio y setiembre 2018 que fue de 21,8%, pero menor al promedio histórico de 31% (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 0,6%, superior a la variación promedio mensual observada en el tercer trimestre (0,1%) explicado principalmente por la suba de los precios internacionales del maíz, trigo, arroz, aceites y café, mientras que, la variación interanual en este lapso fue -3%, por debajo del -2,4% observado entre julio y setiembre del año 2018 (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de noviembre, se ubican en 4,2% para el cierre del año 2018. Asimismo, tanto para los próximos 12 meses 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.

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

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

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2018	2019	2018	2019	2020
Mundo	3,6	3,5	3,6	3,4	3,2
EE UU	2,9	2,5	2,9	2,6	1,9
Eurozona	2,1	1,8	1,9	1,6	1,5
China	6,6	6,3	6,6	6,2	6,0
Brasil	1,5	2,4	1,3	2,4	2,5
Argentina	-1,6	0,0	-2,3	-0,6	2,9
Socios comerciales	2,3	2,4	2,1	2,2	2,6
Socios Mercosur	0,7	1,8	0,2	1,4	2,7

Fuente: Bloomberg

### Escenario base de proyección

Respecto al último IPoM, la economía a nivel global presenta cierta desaceleración en su ritmo de crecimiento, en un contexto de desigual desempeño entre las economías avanzadas, emergentes y en desarrollo. Entre las economías avanzadas, Estados Unidos sigue creciendo con firmeza por lo que las perspectivas siguen siendo positivas, en tanto que en la zona euro se observa cierta desaceleración, lo que ha conducido a una corrección a la baja en los pronósticos de crecimiento. De manera similar, en China se prevé una menor expansión de la actividad en los próximos años. En la región, las condiciones económicas en Argentina y Brasil siguen siendo débiles por lo que las proyecciones han sido revisadas nuevamente a la baja.

Desde el IPoM de setiembre, las previsiones de crecimiento mundial para el 2018 se mantuvieron similares, mientras que para el 2019 fueron revisadas a la baja en 0,1 p.p. Así, se espera que el crecimiento mundial sea de 3,6% y 3,4% respectivamente (tabla IV.1)

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento del PIB para el 2018 se mantienen en 2,9%, y se espera un crecimiento de 2,6% para el 2019, ligeramente por encima del 2,5% previsto en el IPoM anterior. Mientras que, las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas a la baja de 2,1% a 1,9% para el 2018 y de 1,8% a 1,6% para el 2019.

En China, la estimación de crecimiento para el 2018 se mantiene en 6,6%, mientras que para el 2019 se espera que la tasa sea de 6,2% (6,3% informe anterior).

En cuanto a las economías de la región, se prevé un menor crecimiento del PIB respecto a lo señalado en el IPoM de setiembre. Para Brasil, se estima un crecimiento de 1,3% para el 2018 (1,5% informe anterior), mientras que para el 2019 se mantiene en 2,4%. Por su parte, Argentina prevé una contracción económica de -2,3% en el 2018 y de -0,6% en el 2019 (-1,6% y 0,0% en el IPoM previo). En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios

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

	2018	2019(f)	2019(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>
Agricultura	4,0	0,5	0,0
Ganadería	-5,0	1,0	0,0
Forestal, Pesca y Minería	3,3	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>1,3</b>
Manufactura	5,0	4,4	0,9
Construcción	1,2	3,5	0,2
Electricidad y Agua	1,4	2,5	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>2,2</b>
Gobierno General	6,5	2,5	0,2
Comercio	6,5	4,5	0,5
Otros Servicios <sup>4</sup>	3,7	5,5	1,5
Impuestos	4,1	5,5	0,4
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>PIB sin agricultura, ni binacionales</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	

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

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

	2017	2018	2019 (f)
<b>PIB</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>12,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,5</b>
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,5	5,5
<b>Consumo total</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>3,8</b>
Consumo privado	4,5	4,4	4,1
Consumo público	2,1	6,5	2,0
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>8,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>12,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,5</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	3,1	0,7	-0,6
FBKF (% del PIB nominal)	18,6	18,7	18,9

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

del Mercosur y de los socios comerciales se ubican por debajo de las previstas en el IPoM anterior (tabla IV.1).

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se espera una menor tasa de inflación respecto a lo previsto en el IPoM de setiembre. Así, la inflación se ubicaría en torno al 2,4% en el 2018 (2,5% informe anterior), y en torno al 2,1% en el 2019 (2,3% informe previo). Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 1,9% y 2% respectivamente. Por otro lado, en la Eurozona, la inflación prevista para el 2018 es de 1,8%, ligeramente por encima del 1,7% esperado en el IPoM de setiembre, y en el 2019 se ubicaría en 1,6% (1,7% informe anterior).

En la región, nuevamente se incrementó la expectativa de cierre de la inflación de este año para Argentina. Así, la inflación esperada es de 46% anual en el 2018 (43,3% informe de setiembre). Asimismo, para el 2019 la inflación esperada es de 28,1%, por encima del 27% esperado en el IPoM anterior. Por otro lado, Brasil espera una inflación de 4,1% en el 2018, ligeramente por debajo del 4,2% previsto en el informe de setiembre. Por su parte, para el 2019 se espera una inflación de 4,2%, similar el IPoM anterior.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 2,025% en el 2018, marginalmente por encima a lo previsto en el IPoM anterior (2%). Para el 2019, el rendimiento estimado se mantiene similar al informe anterior en 2,775%. Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, las estimaciones indican que se ubicaría en el 2018 en promedio en 2,925% anual (2,95% IPoM de setiembre), esperándose un aumento gradual durante el 2019 que lo ubicaría en promedio en 3,35% anual.

En el escenario doméstico, el pronóstico de crecimiento del PIB fue corregido de 4,3% a 4% para el 2018, teniendo en cuenta la evolución reciente de los indicadores de corto plazo. Por su parte, para el año 2019, se prevé también una expansión de 4%, que estaría explicada fundamentalmente por el sector terciario (comercio y otros servicios) y el secundario (manufactura, construcción y electricidad), mientras que el sector primario tendría una incidencia positiva menor (tabla IV.2). Por el lado del gasto, la

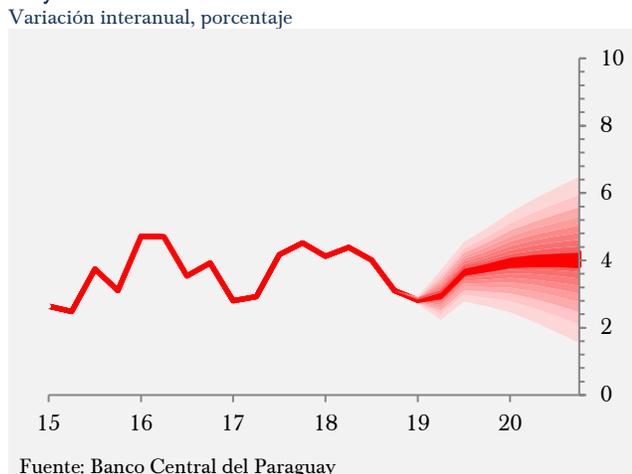
<sup>4</sup> Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

	2017	2018(f)	2019(f)	2020(f)
Inflación IPC promedio (*)	4,7	3,7	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	4,5	3,1	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,6	4,0	
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 2020.

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



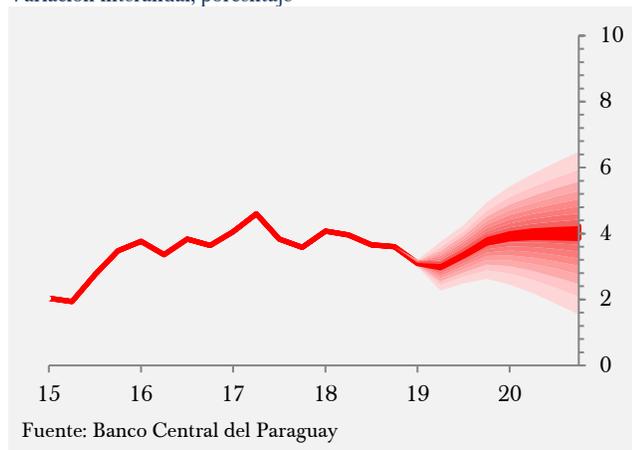
principal contribución al crecimiento sería de la demanda interna, especialmente del consumo privado y de la inversión. La demanda externa neta también contribuiría positivamente, aunque mínimamente, dado que se prevé una tasa de variación similar para las exportaciones y las importaciones (tabla IV.3).

Con respecto a los precios, el pronóstico de la inflación para 2018 fue ajustado de 3,8% a 3,1%, explicado fundamentalmente por la reversión de algunos precios volátiles de la canasta, del precio de los combustibles y del pasaje, hacia finales de año. Además, el tipo de cambio nominal ha registrado una trayectoria que se ubicó por debajo de lo previsto para el cierre del año en el último informe. En línea con lo anterior, la estimación de la inflación subyacente se corrigió de 4,2% a 3,6% para el presente año. Por otro lado, las proyecciones para el 2019, tanto de la inflación total, como de la subyacente se mantienen en 4%, igual a las tasas previstas en el informe anterior (tabla IV.4). La inflación permanecerá relativamente baja durante los primeros meses del 2019, para luego ir convergiendo hacia la meta a finales de año, manteniéndose en torno a la misma en el horizonte relevante de política monetaria (cuarto trimestre de 2020) (gráficos IV.1 y IV.2).

## Escenarios de Riesgo

Con relación a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, la economía global ha seguido creciendo, aunque a un menor ritmo al esperado inicialmente y de manera menos sincronizada. En Estados Unidos, los indicadores económicos permanecen sólidos, mientras que en la Eurozona se ha seguido observando una moderación de la actividad económica. Por otro lado, continúan los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento global, derivados especialmente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. A pesar del reciente acuerdo de postergar por noventa días la imposición de nuevos aranceles, la incertidumbre se mantiene en niveles elevados. En Europa, los riesgos en torno al *Brexit* se han intensificado en los últimos días, por la falta de consenso en el parlamento británico respecto al borrador del acuerdo con la Unión Europea, y el rechazo de esta para una posible renegociación. En cuanto a la política monetaria de la Reserva Federal, se prevé la continuidad del proceso de normalización monetaria durante el 2019, aunque de

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



manera más gradual a lo esperado anteriormente, que de igual manera impondrá condiciones financieras internacionales menos favorables, pudiendo afectar en mayor medida a las economías emergentes más vulnerables. En el caso de Paraguay, los fundamentos macroeconómicos permanecen sólidos, y en ese sentido, los efectos podrían ser limitados, tal como ha ocurrido durante el 2018, en particular en lo referente al tipo de cambio.

En China, la actividad económica se moderó más de lo esperado, explicado en parte por la escalada comercial con Estados Unidos. Este escenario motivó a las autoridades a implementar algunas medidas de flexibilización monetaria y fiscal, con el fin de garantizar un “aterrizaje suave” de la economía. Sin embargo, persisten las vulnerabilidades financieras ligadas al endeudamiento del sector corporativo y a las actividades del “*shadow banking*”. La pausa acordada con respecto a la guerra comercial y las políticas contracíclicas adoptadas presentan un escenario más favorable para la economía China, aunque los riesgos a la baja siguen latentes. Con relación al impacto sobre los precios de los *commodities*, en el momento más complicado de la guerra comercial, la mayor demanda de China por la soja producida en Sudamérica incrementó el premio en los puertos de la región, lo cual atenuó en gran medida la caída observada en el precio referencial (Chicago). No obstante, en caso de que la fricción comercial se intensifique y/o se propague, la economía de China y la global podrían moderarse aún más, pudiendo afectar negativamente a los precios de las materias primas en el mediano plazo.

En la región, el pronóstico de crecimiento para Brasil se ubica por debajo de lo previsto inicialmente, explicado principalmente por el frágil desempeño durante la primera mitad del año. Los registros del segundo semestre han sido mejores, tanto en términos de actividad económica, tasa de desempleo y confianza del consumidor. Por otra parte, el ruido político se redujo luego de las elecciones, aunque permanece el desafío de emprender las reformas necesarias para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Con respecto a Paraguay, la depreciación importante del real brasileño había afectado negativamente al comercio fronterizo, sin embargo, en meses recientes se ha observado una reversión. En la medida que la situación económica de Brasil continúe al alza y su moneda no pierda valor frente

al dólar, el comercio en las zonas fronterizas podría repuntar nuevamente.

En Argentina, el contexto macroeconómico, si bien ha mejorado respecto a los meses anteriores, permanece complejo debido al proceso de estabilización ya iniciado y sumado al escenario de incertidumbre que conlleva un año electoral. Las políticas de ajuste que ha implementado el gobierno han estado afectando el desempeño de la actividad económica, y que se prevé continúe el próximo año. Por otro lado, este proceso de corrección macro que se ha dado en el marco del acuerdo *Stand-By* con el FMI ha influido favorablemente sobre el mercado cambiario y sobre las expectativas de inflación. En la medida que el gobierno cumpla con los puntos estipulados en el acuerdo, la mayor credibilidad de las políticas macroeconómicas puede sentar las bases para un mayor crecimiento en el mediano plazo. En lo inherente a Paraguay, el comercio en las ciudades fronterizas se ha debilitado fuertemente luego de la significativa depreciación del peso argentino observada hasta finales del mes de setiembre. Sin embargo, en los meses posteriores se ha observado cierta estabilidad de la moneda argentina, e incluso una apreciación que, junto con la mayor inflación, han ido atenuando la apreciación real del guaraní.

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

## Recuadro I: Análisis del efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación

### Introducción

Bajo el esquema de metas de inflación, la autoridad monetaria realiza continuamente un análisis prospectivo, tanto de las variables externas como domésticas que son relevantes en la determinación de los precios. Para ello, se requiere una comprensión clara de cómo los cambios en estas variables se transmiten a la inflación, con el fin de adoptar de manera oportuna la decisión sobre la tasa de política monetaria que garantice el cumplimiento de la meta en el horizonte de proyección.

Una de las variables relevantes es el tipo de cambio, especialmente para una economía pequeña y abierta como Paraguay. Las fluctuaciones en la cotización de la moneda pueden ser una fuente de presiones inflacionarias, debido a que afecta a los precios de los bienes finales o insumos que son importados, como así también a aquellos bienes o servicios cuyos precios están denominados en moneda extranjera.

En ese contexto, este recuadro tiene como objetivo cuantificar el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a distintas medidas de inflación, y adicionalmente, evaluar si la dinámica de este traspaso se ha modificado en los últimos años.

### Revisión bibliográfica

Según Miller (2003), los precios se determinan en tres niveles distintos: los precios del importador, los precios del productor y los precios al consumidor. En cada nivel, los precios pueden ser afectados por choques específicos de oferta o de demanda doméstica, como así también por choques externos. A partir de allí, los efectos pueden trasladarse a los otros niveles, por ejemplo, del importador al productor, del importador al consumidor, o del productor al consumidor. El *pass-through*, traspaso del tipo de cambio a la inflación, podría ser parcial en el caso de que una parte de la variación del tipo de cambio es absorbida por el nivel que fue afectado, a través de un cambio en sus márgenes de rentabilidad.

En línea con lo anterior, el traspaso de una variación del tipo de cambio a los precios al consumidor puede darse a través de un canal directo y otro indirecto. El primero se refiere al impacto del tipo de cambio sobre los precios de los bienes importados. Estos pueden ser productos para consumo final, como así también insumos para la producción o bienes de capital que afectan a la estructura de costos de las empresas y, posteriormente, podría también trasladarse a los precios finales. Por su parte, el canal indirecto se relaciona con el efecto que la demanda agregada podría ejercer sobre los precios finales. Por ejemplo, una depreciación del tipo de cambio altera los precios relativos, lo cual puede impulsar la demanda por los productos nacionales. Sin embargo, es importante señalar que en la medida que los insumos de la producción doméstica sean de origen importado, el efecto sobre la demanda agregada podría verse atenuado o contrarrestado.

### *Determinantes del traspaso*

Desde el punto de vista microeconómico, en la literatura se ha considerado que el grado de traspaso depende, entre otros factores, de los costos de menú, del grado de sustitución de productos importados y nacionales, de la participación de las importaciones, composición de la canasta de precios, naturaleza temporal del movimiento del tipo de cambio (permanente o transitorio), etc.

Por otra parte, desde una perspectiva macroeconómica, el traspaso puede ser afectado por el contexto inflacionario, la volatilidad del tipo de cambio, la apertura comercial del país, la posición cíclica de la economía, entre otros aspectos. Con respecto al primer punto, en países caracterizados por elevados niveles de inflación, el traspaso podría ser más alto debido a que las empresas tienden a percibir los aumentos de costos como más persistentes. En cuanto al segundo punto, se espera que, ante una mayor volatilidad del tipo de cambio, el traspaso sea más bajo, teniendo en cuenta que las empresas deben evaluar entre ajustar sus precios (costos de menú) y la posibilidad de que el tipo de

cambio se revierta nuevamente en el corto plazo, para lo cual tendrían que ajustar nuevamente sus precios. Por su parte, ante un mayor grado de apertura de la economía, se espera un mayor *pass-through* debido al grado de participación de las importaciones. También es relevante la situación por la cual esté atravesando la economía de un país. En el caso de una recesión, las firmas pueden optar por reducir márgenes ante una depreciación, con el fin de mantener su participación en el mercado y, de esa manera, el traspaso puede ser menor en ese escenario y mayor en periodos de auge económico.

### Análisis de los datos

En el 2015, el guaraní se depreció cerca de 25% respecto al dólar estadounidense, comportamiento que también se observó en toda la región. Este debilitamiento de las monedas había ocurrido en un contexto de fortalecimiento global del dólar que, en gran medida, estaba reflejando el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Además, en ese periodo, los precios de los *commodities* se habían reducido drásticamente y la depreciación del tipo de cambio contribuyó a atenuar el impacto sobre economía doméstica.

A partir del 2016 hasta inicios del 2018, el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable. Sin embargo, desde mediados del presente año, el guaraní, como así también otras monedas de la región, han retomado nuevamente la senda de depreciación, aunque en el caso de Paraguay, ha sido mucho más moderada que en el 2015.

Otros episodios de depreciación se registraron en el 2014 y en el 2012, aunque también fueron más leves que la verificada en el 2015. En los datos históricos, se destaca la significativa depreciación de los años 2002-2003 y, posteriormente, la del 2009 (gráfico I).

**Gráfico I**  
Tipo de cambio (G/USD)

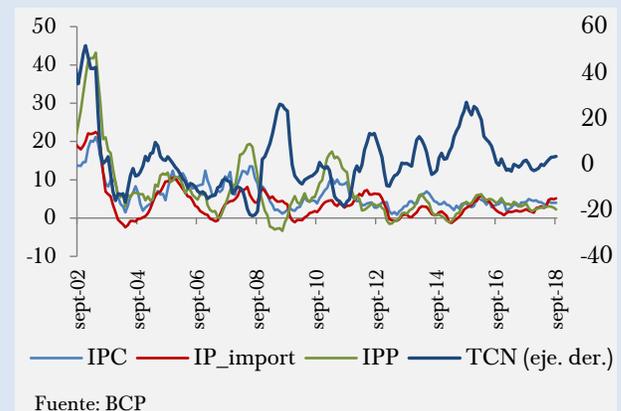
Variación Interanual



En particular, durante el periodo del esquema de metas de inflación (desde mayo de 2011), y a pesar de las variaciones en el tipo de cambio, la inflación se ha mantenido dentro del rango meta. Previo a ese periodo, se observa una mayor correlación, no solamente con la inflación total, sino también con la variación de los precios de los productos importados y del productor (gráfico II).

**Gráfico II**  
Índice de precios y tipo de cambio (G/USD)

Variación Interanual



Esta inspección preliminar de los datos sugiere que el traspaso del tipo de cambio a la inflación se ha reducido en los últimos años. No obstante, se requiere profundizar el análisis mediante una técnica más rigurosa, que permita aislar el efecto del tipo de cambio del efecto de otras variables que también influyen sobre los precios domésticos.

## Metodología

Siguiendo a Miller (2003), se estima un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), con datos en frecuencia mensual que abarca el periodo enero 1996-junio 2018. Las variables consideradas son el precio del petróleo (OIL), el Indicador de Actividad Económica Mensual (IMAEP), el tipo de cambio nominal guaraníes por dólar (TCN), el Índice de precios de bienes importados (IPM), el Índice de precios al Productor (IPP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC), en ese orden. Este ordenamiento implica que los *shocks* de oferta internacionales y los de demanda domésticos son exógenos al tipo de cambio. Asimismo, el orden implica que los cambios en los precios de los bienes importados y del productor pueden afectar contemporáneamente al precio del consumidor, pero no lo contrario.

En la especificación del modelo, las variables se expresan en variaciones mensuales de las series desestacionalizadas. La variable proxy del choque de oferta internacional (OIL) se restringe a que siga un proceso AR (1).

### Especificación del modelo VAR

Modelo	Variabes
VAR	OIL, IMAEP, TCN, IPM, IPP, IPC

En primer lugar, se estima un modelo para la muestra completa. Seguidamente, se estima otro modelo con una muestra desde el año 2004, periodo durante el cual, las condiciones macroeconómicas fueron relativamente similares a las actuales.

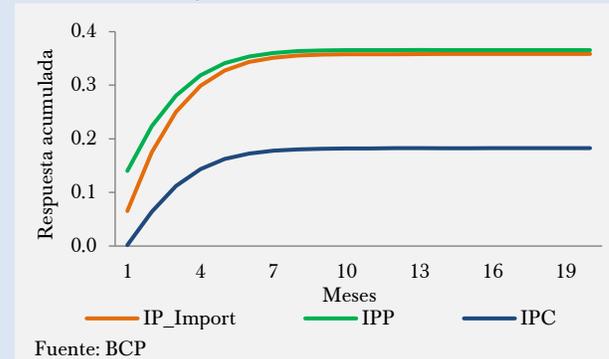
## Resultados

Los resultados para el periodo completo indican que los coeficientes de traspaso del tipo de cambio a los precios de los bienes importados y a los precios al productor se encuentran en niveles similares, 0,36 y 0,37, respectivamente, mientras que el *pass-through* a los precios al consumidor se halla en torno a 0,18 (gráfico III).

## Gráfico III

### Respuesta acumulada a un shock de 1% sobre TCN

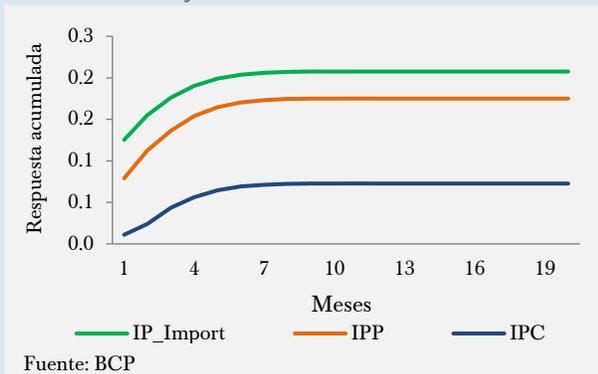
Periodo enero 1996- junio 2018



Por otra parte, al acortar la muestra al periodo 2004-2018, el coeficiente se reduce a 0,21 para los precios de los bienes importados, 0,18 para los precios al productor y 0,07 para los precios al consumidor, aunque estadísticamente no significativo para este último (gráfico IV).

Es importante mencionar, que el bajo traspaso en este último tramo de la muestra se ha dado en un periodo de apreciación del tipo de cambio, especialmente hasta finales del 2014. En enero de 2004, el tipo de cambio se ubicó en torno a los 6.193 guaraníes por dólar, mientras que en agosto de 2014 se situó cerca de 4.268 guaraníes por dólar, una apreciación cercana al 31%. Este escenario, pudo haber condicionado, en parte, el menor traspaso del tipo de cambio a los precios, teniendo en cuenta la potencial asimetría que puede existir. Por otro lado, es apropiado reconocer que desde el 2004, el manejo de las políticas macroeconómicas ha mejorado sustancialmente en Paraguay, sobre todo con el establecimiento del esquema de metas de inflación, y una mayor disciplina fiscal, entre otros, lo cual pudo haber incidido en gran medida en la reducción del *pass-through* en los últimos años.

**Gráfico IV**  
**Respuesta acumulada a un shock de 1% sobre TCN**  
Periodo enero 2004- junio 2018



En línea con lo anterior, se estiman varios modelos VAR, con una muestra inicial de 5 años, la cual se va ampliando hasta el último dato de junio de 2018. Este procedimiento se realiza con el objetivo de evaluar cómo el grado de traspaso ha ido cambiando. Efectivamente, se observa que el mismo se ha reducido significativamente en los últimos años, especialmente hasta finales del 2009, a partir del cual se mantiene relativamente estable en niveles cercanos a 0,15 (gráfico V).

**Gráfico V**  
**Coefficiente de traspaso del TCN al IPC total**



## Consideraciones finales

Los coeficientes de traspaso de las variaciones del tipo de cambio sobre las diferentes medidas de inflación se han reducido notoriamente en los últimos años. Esta reducción se ha dado en un contexto macroeconómico mucho más favorable, especialmente a partir del año 2004, cuando Paraguay inició una serie de reformas en el ámbito de las finanzas públicas, como así también en lo referente al manejo de la política monetaria. Estas medidas fueron reforzadas con la implementación oficial del esquema de metas de inflación en el 2011 y la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) en el 2013. En este contexto, la credibilidad de la política macroeconómica se mantiene sólida, la cual puede seguir contribuyendo a mantener el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación en niveles relativamente bajos.

Finalmente, es importante recalcar que el traspaso del tipo de cambio a la inflación está en función a varios factores (posición cíclica de la economía, entorno inflacionario, magnitud y dirección de la variación del tipo de cambio, desalineamiento del tipo de cambio real, entre otros), y en ese sentido, la intensidad y velocidad pueden ser diferentes dependiendo del contexto en el cual ocurre la depreciación o apreciación de la moneda.

## Referencias

Carrière-Swallow et al. (2016). “Traspaso del tipo de cambio en América Latina”. Perspectivas económicas: Las Américas. Fondo Monetario Internacional.

Miller S. (2003) “Estimación del *Pass-Through* del Tipo de Cambio a Precios: 1995-2002”. Banco Central del Perú.

Winkelried D. “¿Es asimétrico el *Pass - Through* en el Perú?: Un análisis agregado”. Banco Central del Perú

## Recuadro II: Análisis de la evolución de las exportaciones de Paraguay

### Introducción

Paraguay, como una economía pequeña y abierta, está expuesta a los efectos de los *shocks* externos, que se transmiten principalmente a través del canal comercial. El impacto de estos choques sobre la actividad económica depende en gran medida de la diversificación de la oferta de productos exportables como también de los destinos de exportación.

En ese marco, este recuadro tiene como objetivo examinar brevemente la evolución de las exportaciones de Paraguay en los últimos años, evaluando los cambios en la composición de la canasta de exportación y los mercados de destino a través del tiempo.

### Evolución de las exportaciones

Durante las últimas dos décadas, las exportaciones totales casi se han triplicado, al pasar de 4.800 a 13.500 millones de dólares entre 1998 y 2017, con lo que registraron un crecimiento promedio anual de 7,7%. La mayor parte de dicho aumento se explicó por la contribución positiva de las exportaciones registradas (5 p.p.), que representaron 64,1% del total exportado en 2017. Así también, la expansión de las exportaciones totales es explicada por el crecimiento de las reexportaciones (24,9% del total) y las otras exportaciones<sup>5</sup> (11% del total).

En cuanto a las exportaciones registradas, se ha observado un incremento significativo tanto al medirla en valores (dólares) como también en volumen. En valores, las exportaciones registradas aumentaron 6,5 veces entre 1998 y 2017, mientras que en cantidades se incrementaron 3,7 veces (gráfico I).

### Gráfico I

#### Exportaciones registradas (sin energía eléctrica)

Millones de dólares FOB; millones de toneladas



### Composición de las exportaciones

Cabe destacar que, además del aumento de las exportaciones, también se observó un cambio en la composición de las exportaciones. Así, el nivel de procesamiento de los productos de exportación se ha elevado, lo que se ha reflejado en la mayor participación de los productos manufacturados. En tal sentido, comparando la década de 1998-2007 con la década de 2008-2017 se puede notar que, el peso relativo de las manufacturas de origen agropecuario aumentó de 19% a 31%, las de origen industrial de 5% a 7%, los productos primarios de 24% a 34%, mientras que, combustibles y energía disminuyó de 53% a 28% (gráfico II).

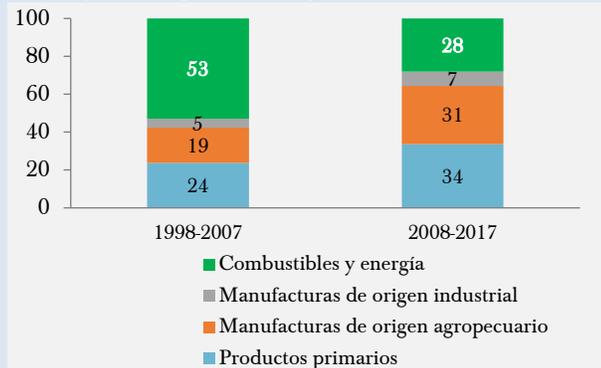
<sup>5</sup> La partida "Otras exportaciones" incluye las siguientes partidas: reparación de bienes y bienes adquiridos en puertos por medios de

transporte y las otras ventas / compras asentadas en la cuenta de bienes de la balanza de pagos.

**Gráfico II**

**Exportaciones por nivel de procesamiento**

Porcentaje de las exportaciones registradas



Fuente: BCP.

Desagregando, los principales productos exportados en el año 2017 según nivel de procesamiento son:

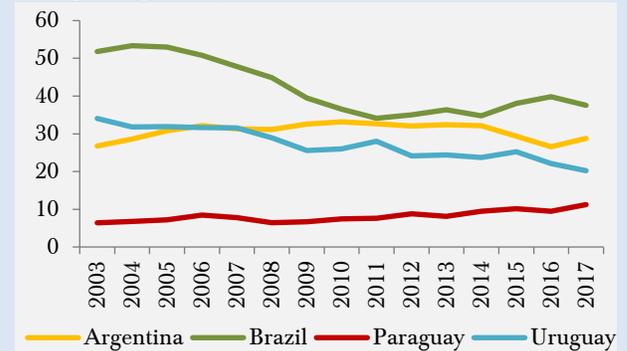
- Productos primarios: soja (76,9%), maíz (8,8%), arroz (7,0%).
- Manufacturas de origen agropecuario: carne vacuna (42,0%), harinas tortas y demás residuos de la soja (25,5%), aceite de soja (16,7%).
- Manufacturas de origen industrial: hilos, cables y conductores de electricidad (25,8%), artículos para el transporte o envasado de plástico (7,5%).
- Combustibles y energía: energía eléctrica (97,9%) y gasoil (2,1%).

En particular, en lo referente a las exportaciones de manufacturas de origen industrial, si bien su participación se ha incrementado en los últimos años, en términos relativos a otros países de la región, aún existe un amplio margen de expansión (gráfico III).

**Gráfico III**

**Exportaciones de manufacturas de origen industrial**

Participación, porcentaje



Fuente: World Bank. World Development Indicators.

**Diversificación de productos y destinos**

En cuanto a la diversificación de productos, durante los años 1998-2007 se exportaban casi 6.000 productos, en promedio, mientras que en el periodo más reciente se enviaron cerca de 6.500 productos al exterior. Además, la diversificación se encuentra muy asociada a la complejidad de la producción. La evidencia indica que aquellos países con una mayor diversificación en la producción de bienes exportables cuentan también con los recursos necesarios para elaborar productos más sofisticados y, por tanto, su complejidad económica es mayor. Al respecto, el Índice de Complejidad Económica (*ECI, por sus siglas en inglés*) permite medir la intensidad de conocimiento de una economía tomando en cuenta la complejidad en la producción y el conocimiento de los productos que exporta. En el caso de Paraguay, dicho indicador se ha mantenido relativamente estable durante el periodo considerado (1998-2016), ubicándose en el puesto 87 de 131 en el ranking de países evaluados para el año 2016 (94/131 en el año 2015)<sup>6</sup>.

**Tabla I**

**Diversificación de productos y destinos**

	Promedio 1998-2007	Promedio 1998-2007	Variación (%)
Cantidad de productos	5.943	6.481	9%
Cantidad de destinos	97	130	34%

Fuente: BCP

<sup>6</sup> Para mayor explicación del índice ver: <https://atlas.media.mit.edu/static/pdf/atlas/AtlasOfEconomicComplexity.pdf>

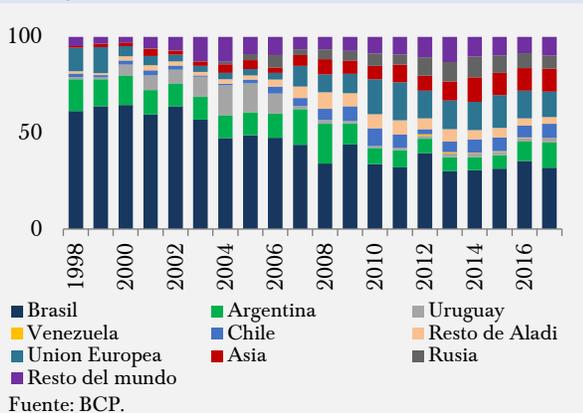
Con relación a la diversificación de los destinos de exportación, se ha notado un incremento de 34% en promedio en la cantidad de países de destino entre 1998 y 2017. Específicamente, el número de países a los que Paraguay exporta, se incrementó de 97 a 130 en promedio en el periodo señalado previamente.

La mayor penetración de productos paraguayos en los mercados internacionales, implica, una menor dependencia del desempeño económico de un determinado número de países. Sin embargo, es apropiado señalar que el grueso de las exportaciones sigue concentrado en unos pocos países. Al respecto, Brasil, sigue siendo nuestro principal mercado de las exportaciones, sin embargo, su participación en el total exportado ha descendido de 61% a 32% en el periodo 1998-2017, en consecuencia, la dependencia de la situación económica en Brasil es menor que en el pasado. Así también, la participación de Argentina ha disminuido de 16,5% a 13,1% en el mismo periodo. En contrapartida, la importancia relativa de Rusia (de 0,8% a 11,8%) y Chile (de 1,7% a 7,3%) ha ido en aumento, así también la de países de la Unión Europea, Asia, etc. (gráfico IV).

#### Gráfico IV

##### Participación de las exportaciones por destino

Porcentaje



Un indicador frecuentemente utilizado para la medición de concentración es el Índice de *Herfindahl-Hirschman* (HHI). Al evaluar el grado de concentración de los destinos de exportación se ha notado una disminución de 0,23 en el año 1998 a 0,06 en el año 2017, esto implica pasar de “mercado concentrado” a “mercado diversificado” según el criterio de Lima y Álvarez (2008).

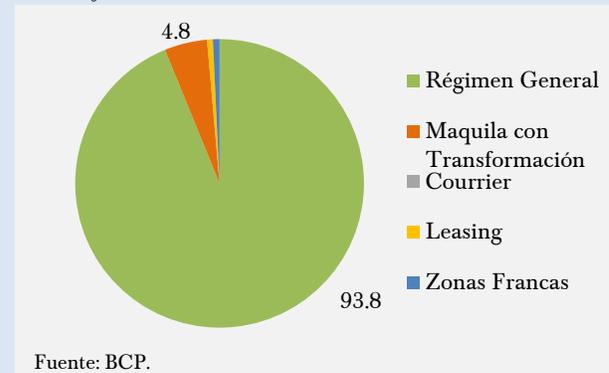
#### Régimen de maquila

Con el objetivo de ampliar y diversificar el comercio exterior, se han establecido acuerdos de integración regional basados en regímenes aduaneros especiales. En este sentido, se destaca la mayor participación del régimen de maquila con transformación dentro de las exportaciones totales. Así, las exportaciones bajo este régimen especial representaron el 0,3% en el año 2003, en cambio, esta proporción ha alcanzado el 4,8% al año 2017 (gráfico V).

#### Gráfico V

##### Exportaciones por regímenes aduaneros, año 2017

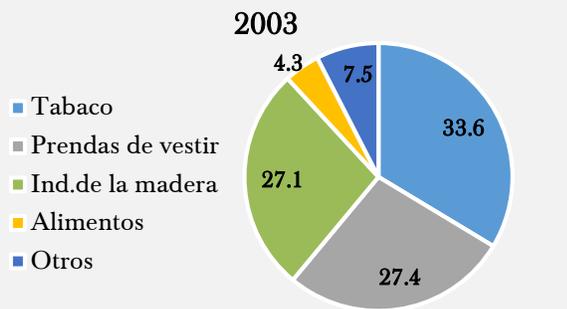
Porcentaje



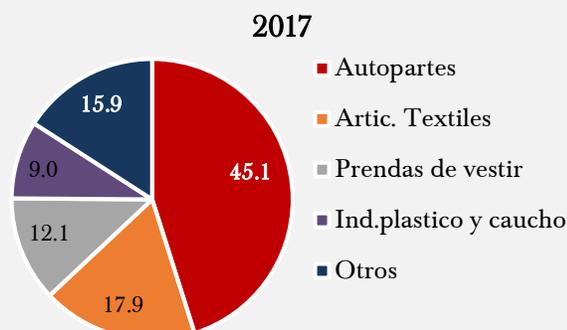
Además de la creación de empleos, la maquila ha contribuido, en parte, al aumento de las exportaciones totales y a una mayor diversificación de la canasta exportable de Paraguay. Al respecto, se destaca la mayor variedad de productos exportados bajo el régimen de maquila y algunas de un mayor nivel de procesamiento (gráfico VI). Así, el rubro de tabaco representó la mayor parte de las exportaciones bajo este régimen en el año 2003 (33,6% del total), en cambio, en el año 2017, el rubro de maquinarias y aparatos eléctricos (autopartes) ha representado el 45,1% del total exportado bajo el régimen de maquila.

### Gráfico VI

Exportaciones por rubro bajo el régimen de maquila  
Porcentaje



Fuente: BCP.



Fuente: BCP.

### Consideraciones finales

Durante las dos últimas décadas, las exportaciones totales casi se han triplicado, comportamiento explicado principalmente por la contribución positiva de las exportaciones registradas tanto al medirla en valores (dólares) como también en volumen.

Por otro lado, también se observó un cambio en la composición de las exportaciones. Así, el nivel de procesamiento de los productos de exportación se ha elevado, lo que se ha reflejado en la mayor participación de los productos manufacturados de origen agropecuario (harina, aceite de soja, carne, etc.). Asimismo, aquellos de origen industrial han aumentado en los últimos años, aunque permanece una brecha importante respecto a los países de la región.

El sostenido crecimiento de las exportaciones también ha sido acompañado por una mayor diversificación, tanto de

productos como de destinos. En este sentido, aunque permanece baja, se destaca la mayor participación del régimen de maquila dentro de las exportaciones totales, que también ha contribuido a una mayor diversificación de la canasta exportable en Paraguay.

En la medida que Paraguay continúe en el proceso de sofisticación de sus exportaciones y en ampliar el acceso a los mercados internacionales, el efecto de los *shocks* externos, particulares a un producto y/o a un socio comercial, sería cada vez menor, lo cual a su vez contribuiría a reducir la volatilidad del crecimiento del PIB.

## Glosario

**Índice de precios al consumidor (IPC):** índice que mide las variaciones de precios a lo largo del tiempo de una canasta fija de consumo, 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.

**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.

**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 2018



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay