



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio  
2015

BCP © Derechos Reservados 2015



**Banco Central del Paraguay**



Banco Central  
del  
Paraguay

**Informe de Política Monetaria**  
**Banco Central del Paraguay**  
Estudios Económicos

## Contenido (\*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	9
I. Entorno Internacional y Regional	12
II. Mercados Financieros	18
III. Escenario Doméstico	21
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	28
Recuadro I	32
Análisis de las exportaciones paraguayas al Brasil	
Recuadro II	37
Financiamiento fiscal	
Glosario	39

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 30 de junio. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

## Política Monetaria en Paraguay

### Esquema de Política Monetaria

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

#### Objetivo

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

#### Meta de inflación

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

#### Instrumento de política monetaria

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

#### Horizonte de política monetaria

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

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

### Proceso de toma de decisiones

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

## Transparencia y Comunicación

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

## Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Banco Central  
del Paraguay

## Resumen Ejecutivo

En el contexto internacional, los datos efectivos de las principales economías apuntan a un impulso más moderado en el crecimiento mundial durante el 2015. Por un lado, en las economías avanzadas, si bien las perspectivas para la Eurozona son más optimistas respecto de los últimos meses, en Estados Unidos se observó un menor dinamismo. Por su parte, en los países emergentes, se destaca la desaceleración económica en China y el deterioro de las proyecciones de crecimiento para Latinoamérica. Esto último sigue siendo explicado, en parte, por menores precios de commodities, sumados al contexto macroeconómico doméstico menos favorable que enfrentan algunos países de la región. De esta manera, el crecimiento de los socios comerciales de Paraguay sería más débil de lo previsto en el IPoM anterior.

En Estados Unidos, la actividad económica se contrajo durante el primer trimestre, explicada parcialmente por factores transitorios, por lo que se espera un repunte en los próximos trimestres. Con este resultado menos favorable, el fortalecimiento del dólar que se venía observando en los últimos meses se ha moderado. Por otra parte, la inflación anual se mantuvo baja, al tiempo que el mercado laboral continúa con su recuperación gradual. En este escenario, las perspectivas señalan que el proceso de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed) sería aún más gradual al que se había previsto, manteniéndose las perspectivas de un probable ajuste de la tasa de referencia durante el segundo semestre del año.

En la Eurozona, los indicadores de actividad económica señalan que el proceso gradual de recuperación ha continuado, con lo cual las expectativas de crecimiento fueron revisadas nuevamente al alza. Este resultado está asociado, en parte, a la reciente depreciación del euro que responde al fortalecimiento del dólar a nivel mundial y al nuevo programa de compra de activos iniciado recientemente por el Banco Central Europeo (BCE). Por otra parte, la inflación, si bien ha aumentado gradualmente en los últimos meses, se mantiene en niveles bajos.

En China, la actividad económica durante el primer trimestre se ubicó nuevamente por debajo de los niveles históricos, principalmente como consecuencia de la desaceleración del sector industrial y las debilidades del sector inmobiliario, reflejadas en menores niveles de inversión. De esta manera, la previsión de crecimiento se ubica por debajo de la meta oficial del gobierno (7%).

En la región, en línea con lo esperado, la actividad económica de Brasil se contrajo durante el primer trimestre del año, observando una caída en todos los componentes de la demanda interna. A pesar de este resultado, la inflación continuó al alza, lo cual sigue siendo explicado principalmente por ajustes de precios administrados, como resultado del plan de mejoras de las cuentas fiscales. Además, el Banco Central de Brasil (BCB) reforzó el perfil contractivo de la política monetaria, incrementando nuevamente la tasa Selic en 100 puntos básicos (p.b.) durante el segundo trimestre, ubicándola en 13,75% anual. Como resultado, la proyección de crecimiento registró nuevas correcciones a la baja para el presente año y el siguiente. Por otra parte, en Argentina, si bien la actividad mostró un repunte durante el primer trimestre, persisten las debilidades sectoriales, mientras que las expectativas de inflación se mantienen elevadas.

En el ámbito doméstico, la actividad económica continuó mostrando una dinámica favorable en el primer trimestre. El PIB registró una variación anual de 4,2%, explicada fundamentalmente por el desempeño del sector de la construcción, de la industria y de los servicios. La producción de electricidad presentó una caída, al tiempo que la agricultura mostró un leve crecimiento, por lo que el PIB sin agricultura y binacionales registró un mayor crecimiento relativo al total (6,3%). Por el lado del gasto, en el mismo periodo la demanda interna se expandió a una tasa anual de 3,8%, siendo el componente que más contribuyó al crecimiento. Por su parte, los indicadores de corto plazo mostraron una moderación del dinamismo de sectores puntuales en meses recientes, afectados por factores exógenos.

En lo referente a la evolución de los precios, en el segundo trimestre la inflación total interanual y mensual promediaron tasas del 2,6% y 0,1%, respectivamente, por debajo de las observadas en el primer cuarto (3,1% y 0,3%, respectivamente). Estos resultados se explicaron fundamentalmente por incrementos registrados en los precios de los servicios y en los bienes más ligados a la evolución del tipo de cambio, aunque fueron atenuados por la reducción de precios de algunos alimentos. En este periodo, el índice de difusión promedió 27,3%, por debajo del promedio histórico de referencia (29,9%).

En su reunión de abril, el CEOMA observó que la inflación continuaba con su trayectoria descendente, al tiempo que las expectativas de inflación se habían consolidado en la meta de 4,5%, por lo que decidió reducir la tasa a 6,25% (25 p.b.), con el fin de mantener constante, en términos reales, el perfil de la política monetaria. Luego de una mantención en mayo, en su reunión de junio, el Comité señaló que dado el comportamiento favorable de la inflación, las expectativas ancladas a la meta, la moderación en el dinamismo de algunos sectores domésticos y el escenario externo deteriorado, era recomendable realizar un ajuste en la tasa de referencia. En este contexto, se redujo la tasa de política monetaria en 25 p.b., a 6% anual.

En el escenario base, la perspectiva de crecimiento para el año 2015 se redujo de 4,5% anual a 4,0%, explicada principalmente por una revisión a la baja del crecimiento de la producción de energía eléctrica. Por el lado del gasto, el consumo y la inversión seguirán explicando la mayor parte del crecimiento y, en menor medida, la demanda externa neta. Por el lado de la producción, el sector secundario (industria y construcciones) y principalmente el terciario serán los sectores con mayor incidencia en la variación del PIB.

#### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2014	2015(f)
Sector Primario	3,7	1,6
Agricultura	1,5	0,2
Ganadería	12,2	6,0
Otros Primarios	3,9	2,8
Sector Secundario	2,2	4,2
Industria	8,2	5,2
Construcción	14,9	11,0
Binacionales	-8,6	0,0
Sector Terciario	5,7	4,9
Gobierno General	4,4	6,3
Comercio	5,6	3,5
Comunicaciones	2,8	5,0
Otros Servicios	7,2	5,3
Impuestos	6,4	6,0
PIB a precios de mercado	4,4	4,0
PIB no agrícola a precios de mercado	5,0	4,8
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,0	5,4

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2014	2015(f)
PIB	4,4	4,0
Demanda Interna	5,7	3,9
Formación bruta de capital	10,6	3,5
Formación bruta de capital fijo	8,4	7,2
Consumo total	4,4	4,0
Consumo privado	4,4	3,6
Consumo público	4,4	6,4
Exportaciones de bienes y servicios	0,9	1,8
Importaciones de bienes y servicios	2,8	1,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,4	-1,4
FBKF (% del PIB nominal)	15,8	16,3
FBKF (% del PIB real)	18,8	19,4

Respecto de la inflación, en el escenario base la trayectoria más probable señala que la variación anual de precios para el 2015 se ubicaría en 4%. En adelante, consistente con la evolución esperada de las demás variables macroeconómicas, la inflación se mantendrá cercana a 4% durante la mayor parte de 2016 y convergerá gradualmente al 4,5% en el horizonte de política, en el segundo trimestre del 2017.

#### Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2014	2015(f)	2016(f)	2017(f)
Inflación IPC promedio	5,0	3,4	4,1	
Inflación IPC diciembre	4,2	4,0	4,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio	4,8	2,6	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre	3,4	3,3	4,3	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (*)				4,5

(f) Proyección

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

En el ámbito internacional, los riesgos para la inflación indicados en el último IPoM se mantienen y se derivan de una caída más prolongada de precios de los *commodities*, el impacto de la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos y un mayor deterioro de las perspectivas de actividad económica en Brasil.

En el escenario doméstico, los riesgos derivados del aumento del tipo de cambio impactarían en la inflación, en la medida que la depreciación cambiaria afecte a los bienes finales importados y a los costos de producción de los bienes domésticos, a través de los insumos importados. Considerando que el debilitamiento del valor de las monedas se ha observado en toda la región, la menor depreciación del guaraní, con relación a la de los principales socios comerciales, permite amortiguar el efecto sobre los precios internos. Por otra parte, se mantienen las perspectivas de un mayor gasto público en inversiones de infraestructura, que asociado a los proyectos privados, podría contribuir a generar presiones sobre la demanda de bienes y servicios y, eventualmente, sobre los precios.

Analizados estos escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Además, ratifica su compromiso público de conducir la política monetaria de manera oportuna y consistente con la evolución del escenario macroeconómico actual y esperado, de modo a que la inflación proyectada se ubique en 4,5% en el horizonte de política.

## Implementación de la Política Monetaria

### Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Marzo

Respecto de la actividad económica mundial, en el último IPoM se señalaba que continuaría la divergencia en la recuperación de las economías y que esta se daría a un ritmo más lento que lo previsto en informes anteriores. Si bien en los países desarrollados las expectativas de crecimiento se habían corregido levemente al alza, en las economías emergentes la debilidad de la actividad económica continuaba agravándose.

En los Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica mantuvo una dinámica favorable, a pesar del menor crecimiento registrado en el cuarto trimestre del 2014 respecto al anterior. Asimismo, las condiciones del mercado laboral seguían mostrando resultados favorables que han permitido la reducción de la tasa de desempleo. Sin embargo, la inflación se mantuvo baja, lo cual influyó a que las expectativas sobre el inicio de ajuste de la tasa de política monetaria por parte de la FED, se postergaran para la segunda mitad del año, a un ritmo más gradual de lo previsto. Además, el dólar seguía fortaleciéndose, en línea con la recuperación de la economía y por el debilitamiento del euro, afectado por las medidas de política monetaria, tomadas por el BCE.

En la Eurozona, si bien la actividad económica se mantenía débil, se observó una leve recuperación en el margen, que contribuyó a que las perspectivas de crecimiento se hayan ajustado ligeramente al alza. No obstante, persistía la trayectoria descendente de los precios, por lo que el BCE había iniciado un programa de expansión monetaria a través de las compras de activos del sector público.

En China, las presiones deflacionarias, además de la continuidad de las debilidades del sector inmobiliario y las fragilidades del sistema financiero, habían determinado una corrección de las perspectivas de expansión a un ritmo aún más moderado, en línea con la reducción de la meta de crecimiento anual fijada por el gobierno (7,5% a 7%).

Asimismo, en el ámbito regional, las proyecciones de crecimiento habían sido revisadas a la baja, debido, en parte, a la continuidad en la caída de los precios de los commodities, además de factores coyunturales que afectaban a algunos países de la región.

En Brasil, se mantenía el bajo dinamismo de su actividad económica, a pesar de un leve repunte del consumo privado a finales del 2014. No obstante, la inflación se había acelerado en los primeros meses del 2015, principalmente, por la marcada depreciación del real y los aumentos en precios administrados por ajustes fiscales. Con este escenario, el BCB continuó incrementando su tasa de referencia. En línea con estas políticas monetaria y fiscal más restrictivas, se esperaba una contracción para el presente año. Por otro lado, en la Argentina persistían los altos niveles de inflación y el deterioro de la actividad económica.

En el contexto local, la actividad económica y la demanda interna seguían mostrando un buen dinamismo, conforme a los mejores resultados del cuarto trimestre. Por el lado de la oferta, continuaba destacándose el desempeño de los servicios, la industria y las construcciones. Asimismo, por el lado del gasto, tanto el consumo y la inversión seguían mostrando desenvolvimientos favorables. Con respecto a los precios, la inflación interanual continuaba con su trayectoria descendente, al tiempo que la tasa mensual también comenzaba a reducirse. El comportamiento de la inflación estaba explicada por incrementos de precios de algunos productos del rubro alimentos y contrarrestados por la reducción de precios de los combustibles. Asimismo, las expectativas de inflación se habían consolidado en la meta del 4,5%. A lo anterior se sumaba un entorno externo deflacionario, impulsado en gran parte por la reducción de los precios del petróleo y otras materias primas. Teniendo en cuenta este escenario, sobre todo la reducción de las expectativas de inflación, el CEOMA decidió, en su reunión de marzo, ajustar la tasa de referencia en 25 puntos básicos, ubicándola en 6,5% anual.

En el IPoM de marzo, el escenario base mantenía una previsión de crecimiento para el 2015 de 4,5% anual.

Este resultado estaría sustentado fundamentalmente por la expansión del sector secundario (producción de carnes principalmente), algunas ramas del sector servicios y el fuerte impulso de las construcciones. Por el lado del gasto, el consumo y la inversión seguirían siendo los principales impulsores del crecimiento, lo cual compensaría los efectos de las condiciones económicas menos favorables del entorno global y principalmente regional.

En concordancia con las estimaciones de crecimiento del producto, en el escenario base la trayectoria más probable indicaba que la inflación anual del 2015 se ubicaría en 3,6%, para luego situarse alrededor del 4% durante la mayor parte del 2016 y converger gradualmente al 4,5% en el horizonte de política, en ese caso, el primer trimestre del 2017.

En el escenario internacional, los riesgos para la inflación señalados en el IPoM de diciembre se mantuvieron. Estos se referían, por un lado, a una caída más prolongada de los precios de los *commodities*, que podría afectar los términos de intercambio, y por otra parte, al impacto de la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos y al mayor deterioro de las perspectivas de actividad económica en Brasil. A estos riesgos se sumó la marcada depreciación del rublo ruso en los últimos meses, lo que incidiría en los ingresos por exportaciones de carne.

En el plano local, se mantenían las perspectivas de un mayor gasto público en inversiones en infraestructura, lo que asociado a los proyectos privados y otros que se ejecutarían bajo el esquema de Alianza Público Privada (APP), podrían contribuir a generar presiones sobre la demanda de bienes y servicios, y eventualmente sobre los precios.

### Reuniones de abril, mayo y junio

En la reunión de abril, se observaba que la demanda externa se mantenía débil, debido especialmente al deterioro de las expectativas de crecimiento a nivel regional. En cuanto a las perspectivas inflacionarias externas, las mismas se mantenían bajas, a excepción de Brasil y Argentina. En Estados Unidos y la Eurozona las variaciones negativas de precios respondían principalmente a la evolución del precio del petróleo.

En el contexto doméstico, se indicaba que la actividad seguía mostrando una evolución favorable, explicada por el dinamismo del sector servicios, la industria y las construcciones. Se destacaba también que los precios de los combustibles derivados del petróleo seguían ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación doméstica, a la par de otras materias primas relevantes para la dinámica de los precios internos. Además, se resaltaba que las expectativas de inflación se mantenían ancladas a la meta.

Por lo tanto, dado que se seguía observando una trayectoria descendente de la inflación doméstica, el entorno externo deflacionario y las expectativas de inflación ancladas a la meta, el Comité decidió nuevamente reducir la tasa de política monetaria en 25 p.b., a 6,25% anual, para mantener constante el perfil de la política monetaria en términos reales.

En mayo, se señalaba que persistía la divergencia en la evolución de las economías avanzadas y emergentes. Se destacaba que en Estados Unidos, a pesar de los débiles resultados del primer trimestre, se mantenían las perspectivas favorables de crecimiento. En la Eurozona, los datos del primer trimestre reflejaban la continuidad del repunte moderado en el crecimiento y los niveles de precios se estabilizaron, luego de periodos de deflación. Con respecto a China, se indicaba una desaceleración mayor a la de meses anteriores. Asimismo, se subrayaba que la actividad económica de Argentina y Brasil permanecían débiles.

En el ámbito interno, se destacaba el dinamismo de la actividad económica al cierre del primer trimestre, explicada por el impulso de algunas ramas del sector terciario y de la industria, así como el buen desempeño de las construcciones. Por su parte, la dinámica de los precios seguía siendo afectada por productos puntuales de la canasta, aunque se resaltaba que los indicadores de inflación núcleo comenzaban a mostrar una leve recuperación en el margen.

Por lo tanto, el CEOMA consideró que bajo ese escenario, no se requería un cambio en el perfil de la política monetaria, por lo que decidió mantener la TPM en 6,25% anual.

En la reunión de junio, se indicaba que el escenario externo seguía deteriorándose, con continuas revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento de las principales economías regionales y mundiales. Por un lado, las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos se habían moderado como resultado de datos efectivos del primer trimestre más débiles a los previstos inicialmente. Por otro lado, se señalaba la desaceleración de la actividad económica en China, la contracción de la actividad económica brasileña y las debilidades de la economía argentina.

Con respecto al plano local, se señalaba que la evolución de la inflación seguía siendo favorable, al tiempo que se

observaba la moderación de la actividad de sectores puntuales de la economía, afectados por factores exógenos. Además se destacaba que las expectativas de inflación se mantenían ancladas a la meta.

Dado este escenario, el CEOMA decidió reducir la tasa de política monetaria en 25 p.b. a 6% anual. Además, destacó que seguirá monitoreando la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas y sus implicancias para las perspectivas de inflación, a fin de que la inflación proyectada se ubique en 4,5% en el horizonte relevante de política monetaria.

Banco Central  
del  
Paraguay

## I. Entorno Internacional y Regional

### Actividad económica

En el contexto internacional, las cifras de actividad económica del primer trimestre señalan que el crecimiento mundial de este año sería inferior al previsto en el IPoM anterior (tabla I.1). En los países desarrollados, esto está asociado a una dinámica más moderada en Estados Unidos, a pesar de las mejores perspectivas en la Eurozona. Por su parte, en las economías emergentes, China continúa exhibiendo una desaceleración, mientras que el deterioro más significativo se observa en América Latina, con lo cual las previsiones de crecimiento en estas economías serían menores a las esperadas. Se destacan las sucesivas correcciones a la baja en el crecimiento de Brasil para el presente año y el siguiente. En este contexto, el impulso de la demanda externa, medido por el crecimiento del PIB de socios comerciales de Paraguay y los socios del bloque del Mercosur, fue revisado a la baja.

En Estados Unidos, la segunda estimación del Producto Interno Bruto (PIB) del primer cuarto señala una contracción de 0,7% trimestral anualizado, en línea con lo esperado por el mercado. Este resultado está explicado, en parte, por factores transitorios como el clima. Sin embargo, la apreciación del dólar, las fragilidades en el crecimiento mundial y la debilidad en el margen de algunos indicadores de coyuntura evidencian riesgos a la baja para la actividad económica que podrían tener un efecto más prolongado. Al respecto, en los últimos meses, el índice de difusión del sector manufacturero (Purchasing Managing Index o PMI) se ha mantenido por debajo de los niveles registrados a finales de 2014 (gráfico I.1), principalmente por una expansión moderada de la producción del sector. En cuanto al mercado laboral, el desempleo se mantuvo estable en mayo (5,5%) respecto de las cifras del primer trimestre, aunque por debajo de lo registrado en el mismo mes del año anterior (6,3%). Además, las últimas cifras de creación de empleo, medidas por las nóminas privadas repuntaron luego de una moderación a finales del primer trimestre.

En la Eurozona, la actividad económica continuó con el proceso de recuperación gradual durante el primer trimestre, con un crecimiento de 0,4% trimestral, levemente

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

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

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg, Consensus Forecast y *World Economic Outlook* de abril 2015 para 2015 y 2016.

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



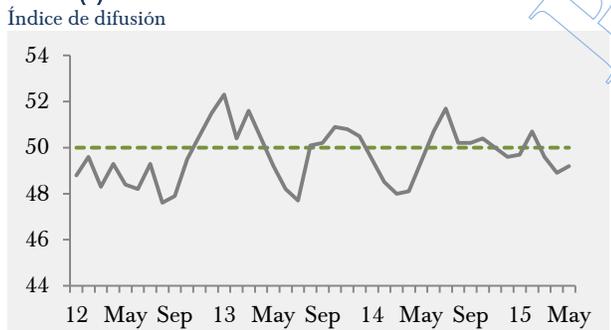
(\*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Construido en base a encuestas a gerentes de compras. Elaborado por el Institute for Supply Management (ISM).  
Fuente: Bloomberg.

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



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

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



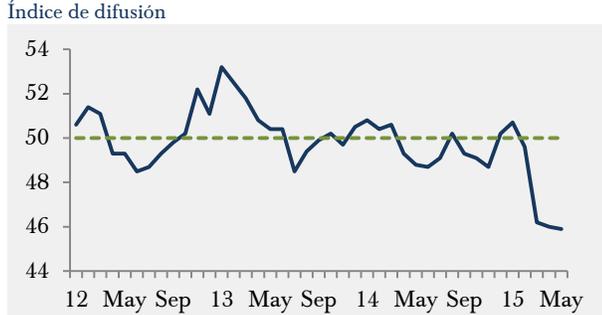
(\*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por el HSBC.  
Fuente: Bloomberg.

superior al 0,3% del cuarto anterior. Este mayor impulso estuvo asociado a un mayor dinamismo del consumo, de la formación bruta de capital y de las exportaciones. Se destaca el desempeño de España, la recuperación de Francia e Italia, mientras que Alemania registró un crecimiento más moderado. Asimismo, el PMI manufacturero, continúa mostrando señales de mejora, como resultado de una mayor expansión de la demanda y del empleo (gráfico I.2). Así, los resultados favorables de la actividad se vieron reflejados en una reducción de la tasa de desempleo hasta 11,1% en abril (11,4% en enero). Con estos resultados, y ante la expectativa de un mayor impacto de la política monetaria en los próximos meses, las previsiones fueron revisadas al alza tanto para este año como para el 2016.

En China, la actividad económica verificó un crecimiento de 7% interanual en el primer trimestre, menor al 7,3% del periodo anterior. La desaceleración de la industria y la menor inversión en activos fijos continúan siendo los principales factores que explican esta evolución. Si bien este resultado se encuentra en línea con la meta del gobierno, las expectativas de crecimiento se ubican levemente por debajo, teniendo en cuenta que persisten los riesgos a la baja derivados del mercado inmobiliario y de la reciente apreciación del yuan. Por su parte, el PMI manufacturero volvió a mostrar un deterioro como consecuencia de una menor demanda externa y doméstica, lo que ha reducido además el empleo del sector (gráfico I.3). Ante la desaceleración de la actividad, sumada al riesgo persistente de deflación, el Banco Popular de China decidió reducir la tasa de referencia, luego del último recorte realizado en noviembre de 2014.

A nivel regional, en línea con las expectativas de mercado, el PIB de Brasil registró una caída de 0,2% trimestral durante el primer trimestre. Si bien las exportaciones aumentaron (5,7%), las contracciones de los componentes de la demanda interna contrarrestaron este crecimiento. Así, tanto el consumo público como la formación bruta de capital señalaron una caída de 1,3%, mientras que el consumo privado se redujo 1,3%. De la misma manera, el PMI manufacturero alcanzó niveles mínimos, afectado por los menores niveles de producción y demanda (gráfico I.4). Con todo, y sumados los ajustes fiscales y monetarios, las expectativas de crecimiento continúan deteriorándose para el presente año y el siguiente, apuntando a la mayor caída

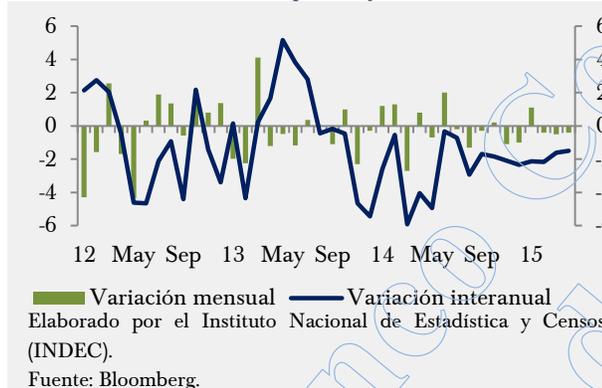
**Gráfico I.4**  
**Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Brasil(\*)**  
Índice de difusión



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

Fuente: Bloomberg.

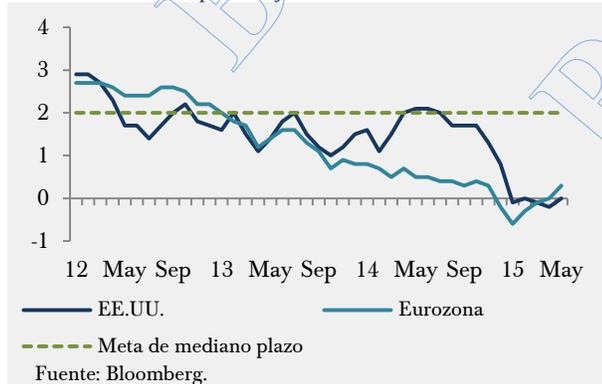
**Gráfico I.5**  
**Argentina: Estimador Mensual Industrial**  
Variación mensual e interanual, porcentaje



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

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

de la actividad económica desde 1990.

En Argentina, la actividad económica creció 0,2% trimestral durante el primer cuarto, inferior al 0,3% del trimestre previo. Este resultado estuvo asociado principalmente a una expansión de la inversión (5,4%), del consumo público (4,3%) y, en menor medida, por el consumo privado (0,8%). En el sector industrial, la producción continúa débil, verificando en abril una contracción anual de 1,5%. Se destaca la menor producción de la industria automotriz y de la industria textil (-20,7% y -6,3% anual en abril, respectivamente) (gráfico I.5).

### Inflación y Política Monetaria

En términos interanuales, la inflación en economías desarrolladas continúa siendo afectada por la importante caída del precio del petróleo, aunque con comportamientos mixtos. En lo que va del 2015, en Estados Unidos la variación anual del índice de precios al consumidor se mantuvo estable, tanto la total como la subyacente, en torno a 0% y 1,7% anual, respectivamente. Por su parte, en el mismo periodo, la inflación en la Eurozona aumentó, aunque de forma gradual, hasta 0,3% anual en mayo (-0,1% en marzo). Uno de los factores que explica estas diferencias en los resultados de inflación está asociado al comportamiento de la evolución del dólar y el euro en los últimos meses. Considerando que no hubo cambios significativos en los datos efectivos, los niveles de inflación externa esperados son similares a los previstos en el IPoM anterior (gráfico I.6).

En Brasil, si bien se observó una desaceleración en términos mensuales, la inflación anual ascendió a 8,5% en mayo (7,7% en febrero). Esta evolución continúa siendo explicada principalmente por ajustes en precios de bienes administrados y la depreciación del real (gráfico I.7). En esa misma línea, las expectativas de inflación oficiales y privadas para este año fueron revisadas al alza hasta 9,0% y 8,9%, respectivamente. En Argentina, los indicadores de inflación, oficiales y privados, a mayo se ubicaron en 15,3% y 28,8% anual, respectivamente, manteniéndose la desaceleración de los últimos meses (18% y 31% en febrero). A pesar de la evolución reciente, las expectativas de inflación para este año se mantienen en 18,7% y 27,8%, respectivamente.

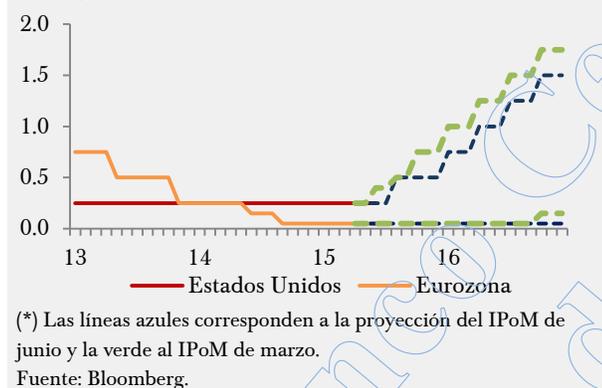
**Gráfico I.7**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



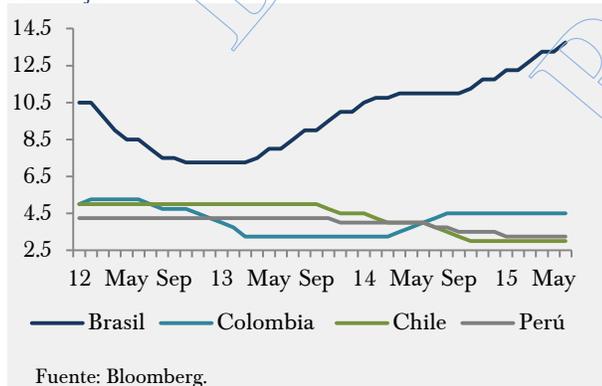
**Gráfico I.8**  
**Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas (\*)**

Porcentaje



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

Porcentaje



Con respecto a las decisiones de política monetaria, en su último comunicado, la Reserva Federal señaló que el aumento de las tasas de interés sería más gradual a lo previsto y que no descarta un aumento durante el 2015, en la medida que los datos efectivos confirmen nuevas mejoras en el mercado laboral y la inflación converja a la meta de mediano plazo. Así, en relación al IPoM anterior, si bien se espera que los incrementos sean más graduales, se mantiene la expectativa de un primer aumento en el segundo semestre de este año (gráfico I.8). Por su parte, en la Eurozona, las expectativas señalan que la tasa de referencia continuaría estable en los niveles actuales por un periodo más prolongado, en línea con la postura del Banco Central Europeo de mantener el mismo perfil hasta confirmar que la inflación convergerá a la meta de 2% anual.

A nivel regional, se mantiene la divergencia en la evolución de la tasa de referencia (Selic) del Banco Central de Brasil (BCB) y los demás países con esquemas de metas de inflación (gráfico I.9). En los últimos meses, el BCB ha reforzado el perfil contractivo de su política monetaria con dos aumentos sucesivos de 50 p.b., ubicando a la tasa Selic en 13,75% anual en junio. Al respecto, por un lado, el BCB señaló que si bien la inflación se mantendría fuera del rango meta durante este año, observa que a partir del 2016 la inflación convergería lentamente a la meta de 4,5% anual en su horizonte relevante de política monetaria. Conforme a lo señalado, el mercado espera un último ajuste de 50 p.b., para mantenerse en 14,25% anual por un periodo más prolongado al previsto en el IPoM anterior.

Por otra parte, en cuanto a la política monetaria no convencional, el BCE manifestó su conformidad con los primeros resultados del programa de compra de activos (QE) iniciado en marzo, superando el objetivo mensual de 60.000 millones de euros mensuales. Asimismo, recalzó su postura de implementar plenamente las medidas propuestas y que se aplicarían otras adicionales en caso de ser necesario para asegurar el cumplimiento de la meta de mediano plazo.

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



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



## Materias primas

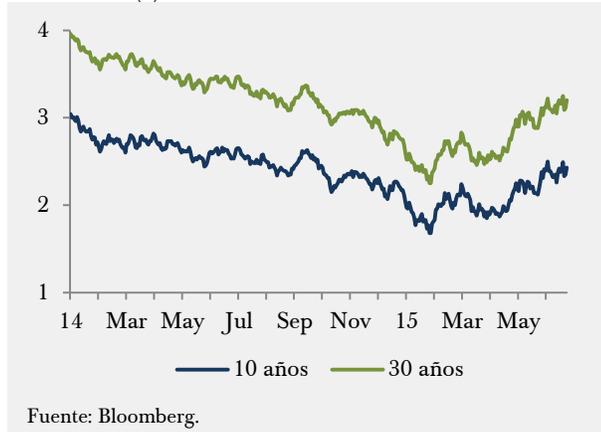
En el mes de junio los precios de los granos se mantuvieron en niveles similares a los observados hasta el último IPoM, aunque siguen muy por debajo de los verificados en el mismo periodo del año anterior. Así, el precio de la soja registró una leve reducción de 1,9% respecto a marzo y una caída de 33,4% interanual. Estos bajos niveles se explican principalmente por la cosecha global récord en la campaña 2014/2015, que generó un exceso de oferta y un fuerte aumento de los inventarios. Por su parte, el maíz y el trigo verificaron variaciones de -6,0% y 0,2% respecto a marzo, y caídas interanuales de -19,6% y -14,4%, respectivamente (gráfico I.10).

Con respecto a la carne bovina, en junio registró una caída de 2,8% respecto a marzo y una variación interanual de 5,8% (8,8% en el informe previo). Estos resultados se explican principalmente por una menor demanda mundial y un incremento del hato ganadero en Estados Unidos.

Referente al azúcar, en junio se redujo su precio 8,8% con relación al de marzo. En términos interanuales, la caída fue 34,3% explicada principalmente por mejores perspectivas en la producción de Brasil y la creación de incentivos a la producción en India.

Por su parte, el precio del petróleo (Brent) mostró una variación de 13% con relación a marzo, si bien en términos interanuales se ubica 43% por debajo del nivel observado en el mismo mes del 2014 (gráfico I.11).

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



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



## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos de largo plazo revirtieron el comportamiento a la baja presentado hasta mediados del primer trimestre del año. Desde el mes de abril, se ha observado un descenso continuo en la demanda de estos bonos que ha incrementado los rendimientos a niveles record del año (gráfico I.12). Los indicadores favorables del mercado laboral tanto en abril y mayo han incrementaron el optimismo acerca de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos, que acompañados de mejores expectativas sobre la recuperación de la Zona Euro han generado una reducción en la demanda de este tipo de bonos.

En lo que respecta al dólar, hasta mediados de abril se registró una apreciación que alcanzó sus niveles máximos tras la publicación de indicadores de comercio en China, que generaron perspectivas de desaceleración económica. Posteriormente, este comportamiento fue revertido tras indicadores menos favorables de ventas minoristas, producción industrial y crecimiento económico del primer trimestre en los Estados Unidos que llevaron a una depreciación del dólar, que se extendió hasta mediados de mayo. Luego de este periodo de depreciación frente a los principales socios comerciales, se mantiene una senda de recuperación.

## II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

**Tasa de política monetaria e inflación**

TPM e Inflación interanual, porcentaje

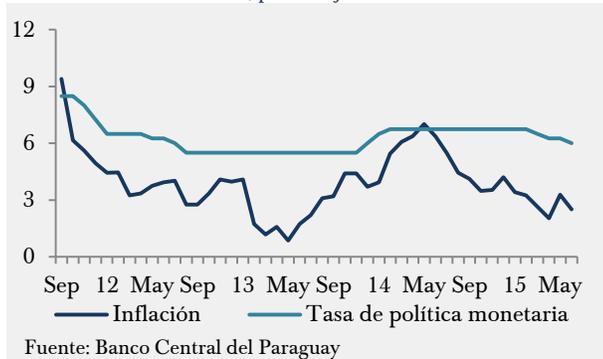


Gráfico II.2

**Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días**

Porcentaje

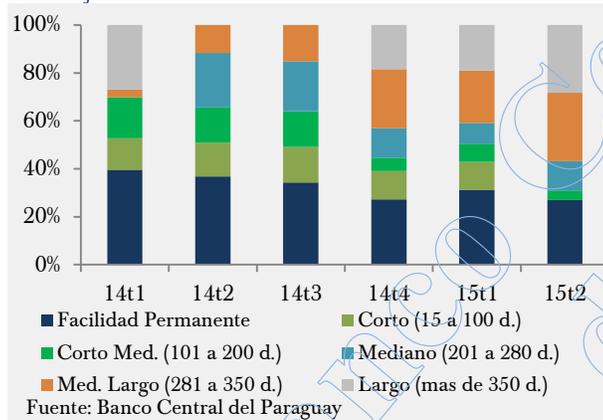
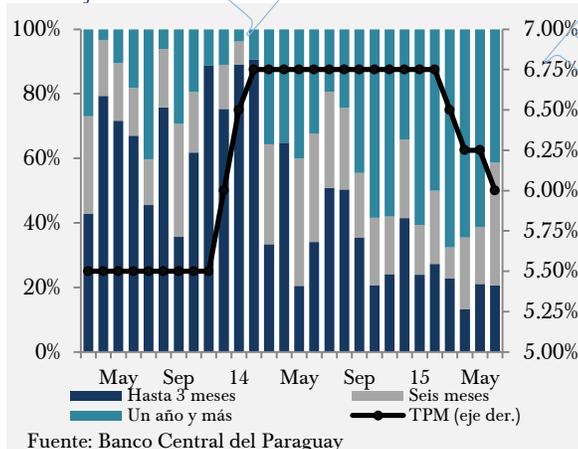


Gráfico II.3

**Participación en la demanda de las LRM por plazos**

Porcentaje



### Política Monetaria

El CEOMA, luego de reducir la TPM en 25 puntos base (p.b.) en marzo, siguió con la misma estrategia en abril reduciendo nuevamente la tasa en la misma magnitud, ubicándose en 6,25% anual, de tal manera a mantener el perfil de política monetaria, considerando la rápida convergencia de las expectativas a la nueva meta del 4,5% establecida a inicios de año, conforme a lo señalado en el IPoM anterior. Igualmente, en la última reunión de junio, se decidió reducir la TPM en 25 p.b., ubicándola en 6% anual. Con respecto a este último ajuste, el Comité señaló que el escenario externo continuaba deteriorándose, al tiempo que algunos sectores económicos domésticos habían sufrido choques negativos en los dos últimos meses. Además, puntualizó que la dinámica de la inflación se mantenía en línea con la meta. En ambas reducciones, se mantuvo la simetría del corredor en 75 p.b. con respecto a la tasa referencial del BCP (gráfico II.1).

Además, en el segundo trimestre de 2015 se llevaron a cabo algunas medidas tendientes a moderar la volatilidad en el mercado cambiario. En ese sentido, se realizaron operaciones complementarias y compensatorias de tipo de cambio y se modificó la posición de moneda extranjera de las instituciones financieras.

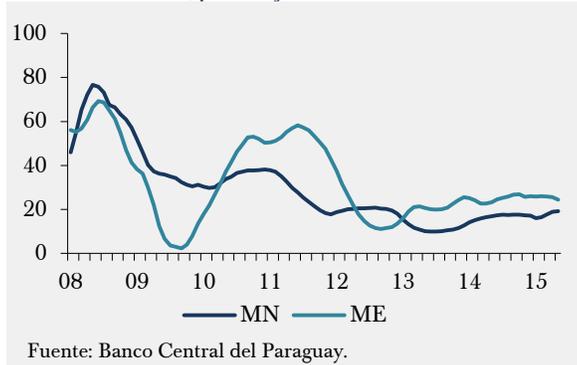
### Instrumentos de Regulación Monetaria

En el segundo trimestre de 2015 se ha registrado una recomposición del perfil de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), incluidas las colocaciones en la facilidad de depósitos, con respecto a lo que se había observado durante el primer trimestre de 2015. Se destaca un incremento de la participación de las colocaciones a mediano y largo plazo, particularmente las mayores a 350 días, en detrimento de las colocaciones en la cuenta facilidad de depósito y las menores a 100 días (gráfico II.2).

Con respecto a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), si bien las entidades financieras continuaron mostrando un apetito por los títulos de más

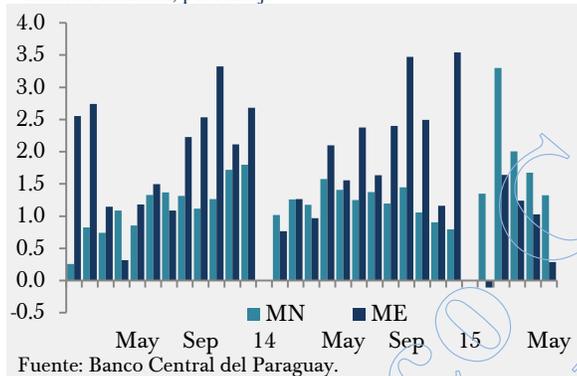
**Gráfico II.4**  
**Evolución del Crédito**

Variación interanual, porcentaje

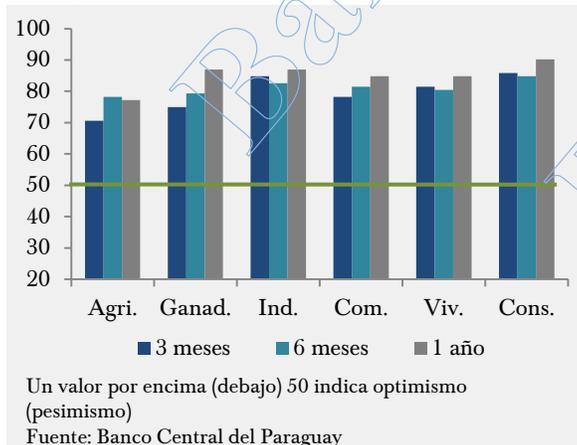


**Gráfico II.5**  
**Créditos en MN y ME**

Variación mensual, porcentaje



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



largo plazo, a finales del segundo trimestre se observó una mayor demanda de los títulos a seis meses (gráfico II.3).

### Condiciones Financieras

Desde el último informe, los créditos bancarios destinados al sector privado no financiero continuaron mostrando una evolución satisfactoria, tanto en moneda nacional (MN) como extranjera (ME). En el mes de mayo los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 19,1%, por encima del 17,6% observado en el mismo mes del año anterior. Los créditos en moneda extranjera también verificaron un crecimiento anual (22,6%), aunque inferior a la tasa del 24,3% observada en el mismo mes del año anterior (gráfico II.4).

Los créditos concedidos se concentran en los sectores de comercio, agricultura y familia, representando un 63% del total de créditos. Con respecto a los créditos en moneda extranjera (ME), la agricultura, el comercio y la industria son los principales destinos, representando aproximadamente el 81,5% del total de créditos otorgados en dicha moneda. Cabe mencionar que estos sectores también obtienen la mayor parte de sus ingresos en moneda extranjera, minimizando los riesgos asociados a la hoja de balance.

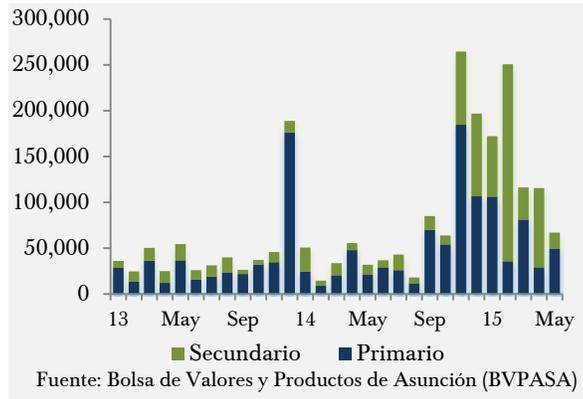
Las perspectivas de los créditos, para los próximos meses siguen siendo favorables. Conforme a la Encuesta sobre Situación General del Crédito correspondiente al primer trimestre de 2015, el 94% de los encuestados respondió que el crédito aumentará o permanecerá sin cambios en los próximos meses. Al mismo tiempo, los indicadores de difusión de créditos por sectores para 3, 6 y 12 meses, siguen ubicándose en niveles optimistas (gráfico II.6).

### Mercado bursátil

Al igual que los créditos, las negociaciones de títulos en la bolsa de valores también han aumentado. Así, al mes de mayo, las operaciones en el mercado primario y secundario se incrementaron 143,7% y 571,1% respectivamente, con relación a lo registrado en el mismo periodo del 2014 (gráfico II.7). Cabe señalar que del total de transacciones al mes de mayo, las operaciones en el mercado primario representaron el 41,9%.

Las negociaciones en la bolsa siguen siendo principalmente

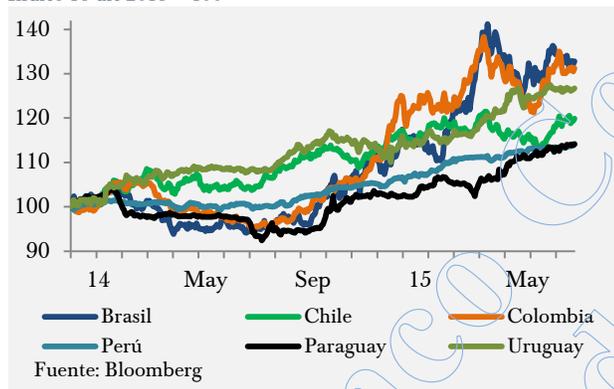
**Gráfico II.7**  
**Volumen Negociado en la BVPASA**  
 En Millones de Guaraníes



sobre títulos de renta fija. Así, al mes de mayo, los Bonos representaron 67,6% del total negociado, Bonos Subordinados 31,6%, Acciones 0,7% y por último Títulos de Crédito 0,1%.

En el mes de mayo, la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se situó en 10,30% para las operaciones en moneda nacional y 7,36% para aquellas en moneda extranjera (14,7% y 7,5% en mayo 2014, respectivamente).

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



### Tipo de cambio

Las paridades de monedas en el mercado cambiario presentaron un comportamiento al alza en el segundo trimestre, en línea con el reciente fortalecimiento del dólar americano (gráfico II.8). Entre abril y junio del 2015, el guaraní, el real brasileño y el peso chileno se depreciaron en torno al 3,6%, 2,2%, 2,9%, respectivamente. No obstante, en términos interanuales, la moneda brasileña y la colombiana son las que más se han depreciado en junio (39% y 36%, respectivamente).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR), entre febrero y mayo se apreció en torno al 1,0%, fundamentalmente explicada por la apreciación nominal del guaraní respecto al real brasilero en ese periodo (gráfico II.9).

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



### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

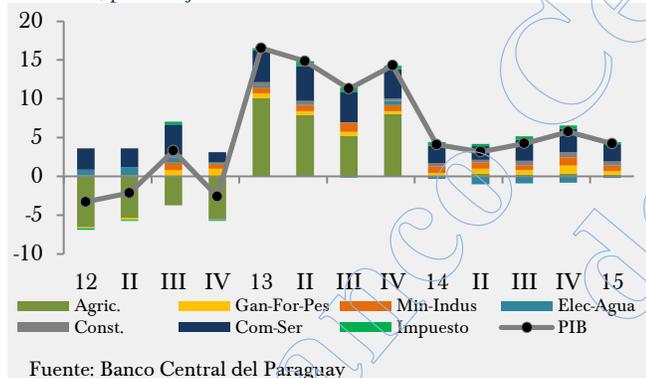
Sectores	Pond. 2014	2014				2015
		I	II	III	IV	I
Agricultura	18,2	0,3	1,9	1,8	2,0	1,0
Ganadería, forestal y pesca	6,5	7,0	11,1	7,2	17,1	8,8
Industria y minería	10,6	8,9	8,4	5,8	10,2	6,7
Electricidad y agua	10,9	-2,7	-8,1	-7,7	-7,2	-1,7
Construcción	3,7	13,5	10,8	15,4	19,4	15,5
Servicios	43,6	5,5	4,0	6,1	7,0	5,4
Impuestos a los productos	6,5	7,6	5,0	6,4	6,7	4,6
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>
<b>PIB sin Binacionales</b>	<b>90,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>5,0</b>
<b>PIB sin Agricultura y sin Binacionales</b>	<b>72,6</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>6,3</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

**PIB: Sectores de Oferta**

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

**PIB: componentes de demanda**

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2014	2014				2015
		I	II	III	IV	I
<b>Demanda Interna</b>	<b>94,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>3,8</b>
Consumo hogares	64,4	2,4	3,5	5,7	5,9	2,6
Durables	22,6	7,7	3,8	9,0	9,9	12,5
Semi Durables	13,6	2,8	2,5	7,5	7,4	7,2
No Durables	28,2	-0,5	3,2	3,2	3,0	-1,1
Consumo gobierno	9,4	-2,6	1,9	10,9	6,8	11,5
Formación Bruta de Capital	20,3	5,5	4,3	18,4	12,3	5,0
Exportaciones	57,7	5,3	-1,9	-2,0	2,3	1,5
Importaciones	52,0	2,7	-2,4	5,2	5,6	0,2
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

#### Actividad y demanda

En el primer trimestre del 2015, la actividad económica continuó evolucionando favorablemente, registrando un crecimiento interanual de 4,2%. Esta expansión se explicó fundamentalmente por el buen desempeño del sector servicios, del sector manufacturero, las construcciones y el sector ganadero (Tabla III.1).

El sector servicios mostró un crecimiento interanual de 5,4%, principalmente debido a la expansión registrada en las actividades de intermediación financiera, hoteles y restaurantes, comunicaciones, servicios a las empresas, servicios gubernamentales y servicios de transporte.

Por otra parte, la industria manufacturera observó una variación interanual de 6,7%, impulsada principalmente por las ramas vinculadas a la agroindustria: carne, aceite, lácteo y molinería. Asimismo, la industria textil, minerales no metálicos, metales comunes, productos químicos y papel verificaron desenvolvimientos favorables.

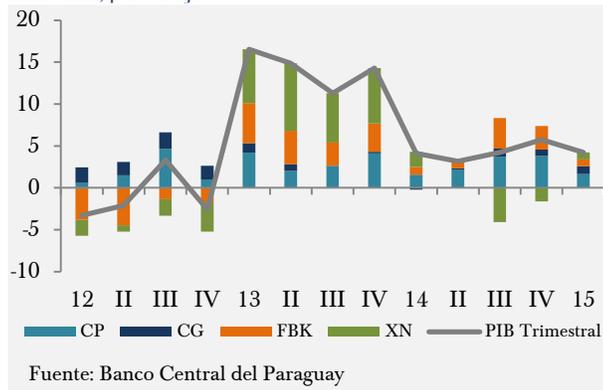
Con relación al sector de la construcción, este presentó una tasa interanual del 15,5%, consolidándose como una de las actividades más dinámicas en el trimestre. Este comportamiento sigue siendo explicado principalmente por las importantes obras del sector privado (edificios corporativos, departamentos y hoteles) y acompañadas por las obras en infraestructura del sector público.

Como en el 2014, se sigue observando una caída de 1,7% interanual en el rubro de electricidad y agua (-7,2% en el trimestre anterior), mientras que la agricultura siguió creciendo (1,0% interanual), aunque a un menor ritmo (2,0% en el trimestre previo). Así, el PIB que excluye la producción de estos dos sectores (binacionales y agricultura) registró una tasa interanual de 6,3%.

En línea con los resultados del PIB sin agricultura y sin binacionales, el gasto interno también siguió creciendo, aunque a un menor ritmo que en el trimestre anterior (Tabla III.2).

En el periodo analizado, la demanda interna registró un

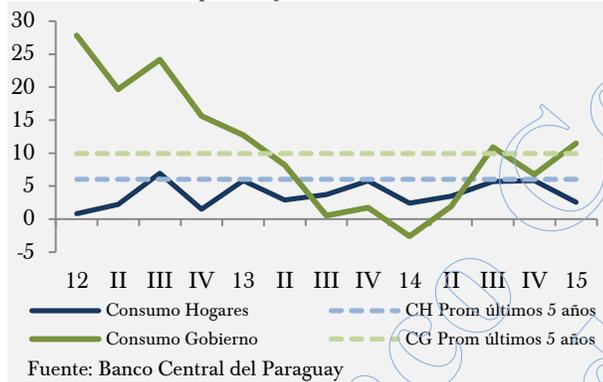
**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencia, porcentaje



crecimiento interanual de 3,8%, tasa inferior a la observada en el trimestre anterior (7,4%). Entre sus componentes, el consumo total y la formación bruta de capital registraron variaciones interanuales de 3,6% y 5%, respectivamente (Tabla III.2).

De este modo, la demanda interna ha sido el componente por el lado del gasto que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2015, con 3,4 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose el consumo privado con 1,6 p.p., el consumo público con 1,0 p.p. y la formación bruta de capital con 0,8 p.p. Por su parte, las exportaciones netas incidieron en 0,8 p.p. en el crecimiento del PIB (gráfico III.2).

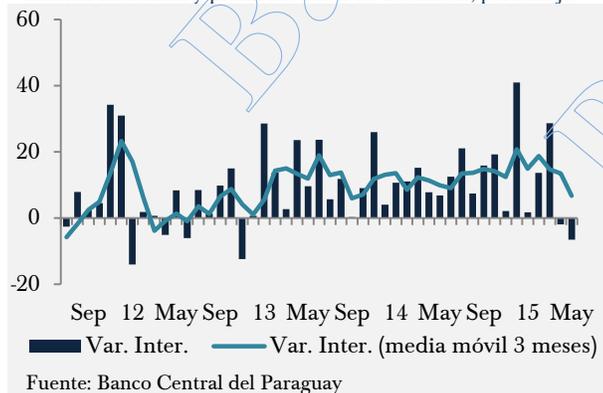
**Gráfico III.3**  
**Consumo total**  
Variación interanual, porcentaje



Respecto del consumo total, se observan resultados positivos para ambos sub-componentes, destacándose el consumo público con una variación interanual de 11,5% (6,8% en el trimestre previo). El consumo privado mostró un incremento interanual de 2,6%, impulsado por las compras de bienes durables como semi-durables, las cuales presentaron variaciones interanuales de 12,5% y 7,2%, respectivamente. Estos resultados positivos fueron atenuados por las compras de bienes no durables, que registraron una disminución de -1,1% (Tabla III.2).

Por su parte, la expansión de la inversión sigue siendo explicada por el desenvolvimiento de las construcciones privadas y por las inversiones que viene realizando el sector público.

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



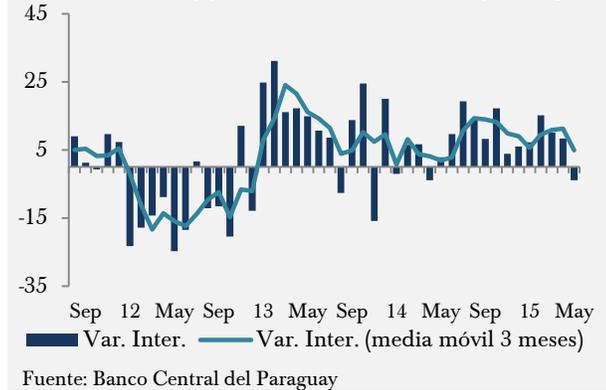
En línea con la evolución de la actividad económica, el mercado laboral mostró también resultados positivos en el primer trimestre de 2015. La población ocupada registró un crecimiento interanual de 5,2%, explicado fundamentalmente por la mayor generación de empleo en los sectores secundario y terciario, que mostraron variaciones interanuales de 2,9% y 15,1%, respectivamente. Se destaca el aumento de empleo en el segmento de la construcción y la actividad industrial. Asimismo, se verifica la mayor creación de empleo en los sectores relacionados al comercio, restaurantes y hoteles, servicios personales y comunales. Por categoría ocupacional, resalta el incremento del empleo asalariado, que registró un crecimiento interanual de 6,1%.

De acuerdo a los indicadores de corto plazo, el dinamismo

**Gráfico III.5**

**Indicador evolución de la inversión total**

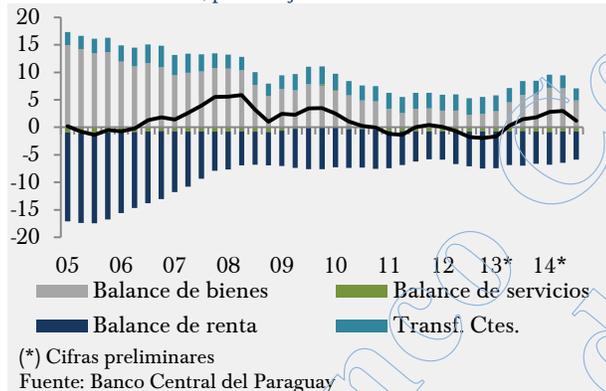
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



**Gráfico III.6**

**Cuenta Corriente: Componentes y Saldo**

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



**Tabla III.3**

**Cuenta Corriente**

	2013*	2014*	2015 (f)
<b>Cuenta Corriente</b> (millones de USD)	<b>477,4</b>	<b>-117,7</b>	<b>-411,9</b>
Balanza Comercial	1.662,3	1.037,6	664,2
Exportaciones	13.604,7	13.116,8	11.695,9
Importaciones	-11.942,4	-12.079,2	-11.031,7
Servicios	-219,4	-222,3	-237,0
Renta	-1.685,5	-1.554,3	-1.494,7
Transferencia Corriente	719,9	621,2	655,6
<b>Cuenta Corriente / PIB</b> (porcentaje)	<b>1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

de la actividad económica se ha moderado en el segundo trimestre, como resultado de choques sobre sectores puntuales. Por un lado, la industria cárnica fue afectada por las debilidades económicas de los principales destinos de exportación. Por su parte, las construcciones fueron afectadas por las condiciones climáticas desfavorables que imposibilitaron la continuidad de algunas obras, tanto del sector público como privado (gráficos III.4 y III.5).

**Cuenta Corriente**

Para el año 2014, las estimaciones del saldo de la cuenta corriente se ubicaron en USD -117,7 millones (-0,4% del PIB), déficit levemente superior al estimado en el informe anterior (USD -105,1 millones). Este ajuste se explica principalmente por la revisión realizada en el componente de la balanza de rentas.

Para el 2015, las previsiones también fueron revisadas con respecto al IPoM de marzo. En esta nueva estimación se prevé un déficit en cuenta corriente de USD 411,9 millones, que representa 1,4 % del PIB estimado (déficit de USD 243,6 millones en el informe anterior), cambio explicado principalmente por una revisión a la baja de las proyecciones para la balanza comercial.

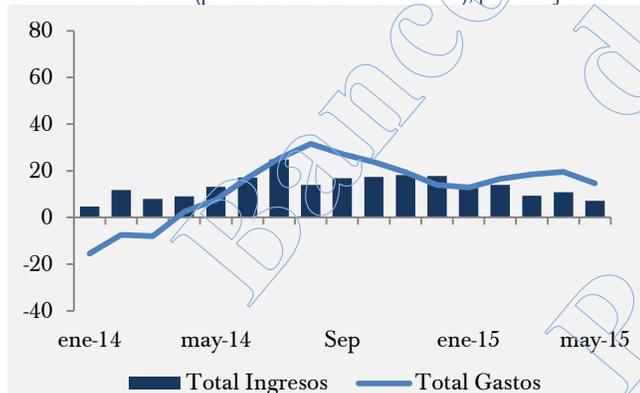
Por un lado, las exportaciones fueron corregidas teniendo en cuenta las expectativas de menores precios internacionales de los *commodities*, reducción de las estimaciones de producción de soja y un menor crecimiento en las exportaciones de energía eléctrica, con relación a lo previsto anteriormente. Por el lado de las importaciones, el ajuste se explica por la revisión a la baja del precio (promedio para el año) de los combustibles derivados del petróleo, con relación al previsto en el informe anterior (tabla III.3).

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

	Mayo 2014	Mayo 2015	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>9.826</b>	<b>10.532</b>	<b>7,2%</b>
Ingresos tributarios	6.982	7.502	7,4%
Impuestos a la renta y utilidades	1.550	1.789	15,4%
Impuesto selectivo a los bienes	997	975	-2,2%
Impuesto al Valor Agregado (IVA)	3.663	3.979	8,6%
Impuesto al comercio exterior	691	654	-5,4%
Ingresos No tributarios	2.844	3.031	6,5%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>8.218</b>	<b>9.494</b>	<b>15,5%</b>
Remuneración a los empleados	4.556	4.996	9,7%
Uso de bienes y Servicios	619	871	40,7%
Otros egresos	3.043	3.626	19,0%
<b>Adquisición Neta de Activos No Financieros</b>	<b>789</b>	<b>1.081</b>	<b>36,9%</b>
Activos Fijos	774	1.078	39,3%
<b>Préstamo neto/Endeudamiento neto</b>	<b>819</b>	<b>-43</b>	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

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



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

## Finanzas públicas<sup>2</sup>

En este apartado se describen los resultados fiscales de la Administración Central, con el fin de evaluar por un lado, la coherencia del comportamiento de los componentes del ingreso con las variables macroeconómicas más relacionadas, y por otro lado, analizar la evolución y composición del gasto para monitorear cualquier presión de demanda que de ello pudiera derivarse.

Al mes de mayo del 2015, la recaudación total de la Administración Central se ubicó en 10,5 billones de guaraníes, que representa un incremento de 7,2% con respecto al mismo periodo del 2014.

Por el lado de los ingresos, resalta la importancia de los ingresos tributarios (alrededor del 70%), los cuales se incrementaron en 7,4% frente al monto registrado en el mismo periodo del año anterior. Este crecimiento se explicó principalmente por el incremento de la recaudación del IVA y del impuesto a la renta y utilidades, que contrarrestaron los resultados desfavorables del impuesto selectivo al consumo y al comercio exterior. La evolución de estos dos últimos impuestos está ligada con las menores importaciones (en valores) de los combustibles derivados del crudo, cuyos precios están muy por debajo de los observados en el 2014.

En cuanto al gasto total obligado, este registró un incremento de 15,5% con respecto al acumulado a mayo de 2014, explicado principalmente por el aumento del gasto en servicios personales (9,7%), como así también por incremento en los rubros de bienes y servicios, donaciones y prestaciones sociales.

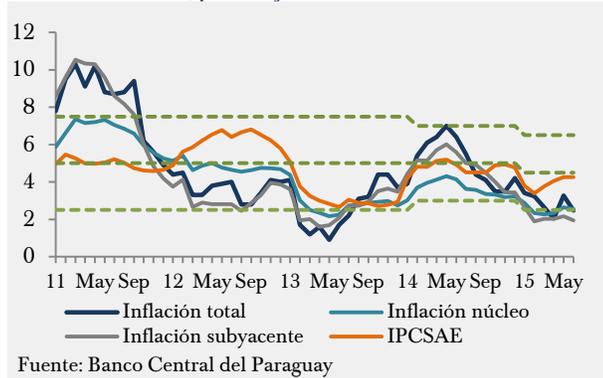
Por su parte, en el mismo periodo la Adquisición Neta de Activos no Financieros se ubicó en 1,08 billones de guaraníes, 36,9% superior al registrado a mayo del 2014.

Dado lo anterior, el déficit fiscal (Préstamo/Endeudamiento neto) de la Administración Central se ubicó aproximadamente en 43 mil millones de guaraníes, explicado fundamentalmente por el aumento de las inversiones en activos fijos, que crecieron 39,3% en dicho periodo (tabla III.4).

<sup>2</sup> A partir del presente informe, los datos sobre las finanzas públicas se presentan conforme al Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas del 2001 por lo que no son directamente comparables con los presentados en el IPoM anterior.

**Gráfico III. 8**  
**Indicadores de inflación**

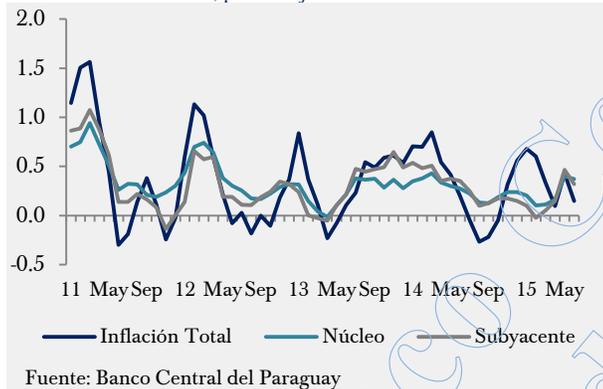
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.9**

**Inflación mensual**

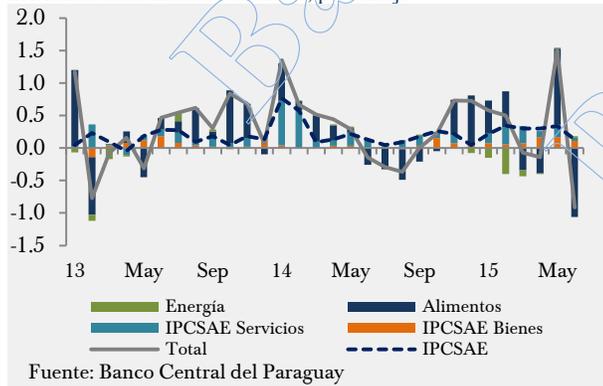
Media móvil tres meses, porcentaje



**Gráfico III.10**

**IPC sin alimentos y energía**

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



## Evolución de los precios

A partir del último IPoM, la inflación total ha seguido mostrando una trayectoria a la baja, aunque menos pronunciada en relación a meses anteriores. En este periodo, se ha observado incrementos de precios de los servicios y de algunos productos relacionados con la evolución del tipo de cambio, no obstante, la reducción de precios de algunos alimentos ha contrarrestado dichos efectos.

En junio, la inflación interanual se ubicó en 2,5%, levemente por debajo de la tasa del 2,6% observada en marzo. En el segundo trimestre, el promedio de la inflación interanual total se ubicó en 2,6%, por debajo del 3,1% registrado en el primer cuarto, como así también por debajo del promedio observado entre diciembre 2014 y febrero 2015 (3,6%).

Por su parte, las otras medidas de inflación se mantuvieron relativamente estables. En el segundo trimestre, la inflación núcleo, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 2,5%, 2,0% y 3,4%, similares a las registradas en el primer trimestre (2,5%, 2,2% y 3,2%, respectivamente). En este mismo periodo, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual 4,2%, por encima del 3,7% observado entre enero y marzo (gráfico III.8). Esta evolución interanual, tanto del IPC subyacente X1 y del IPCSAE, reflejan, en parte, el efecto de la caída de precios de los combustibles sobre los indicadores que incluyen este rubro.

Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió en el segundo trimestre una tasa de 0,1%, por debajo de la observada entre enero y marzo (0,3%), como así también por debajo de la registrada entre diciembre 2014 y febrero 2015 (0,6%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre abril y junio, tasas mensuales de 0,37% y 0,32%, respectivamente, por encima de las registradas entre enero y marzo de 2015, 0,11% y 0,05%, respectivamente (gráfico III.9).

En términos de la incidencia del IPCSAE en la inflación total, se destaca levemente el componente de bienes con relación al de servicios. En la inflación mensual promedio del segundo trimestre (0,1%), el IPCSAE bienes registró una

**Gráfico III.11**

**Inflación de bienes y servicios administrados**

Variación interanual, porcentaje



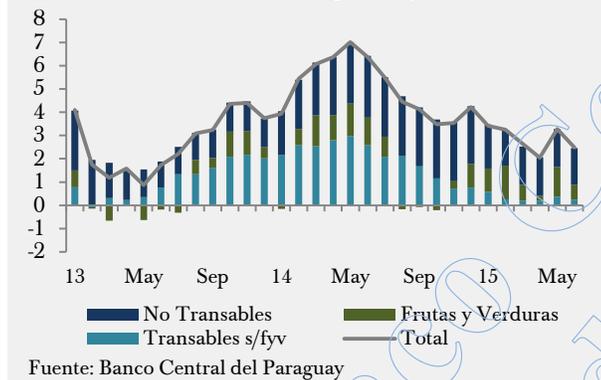
incidencia, de 0,15 p.p., mientras que IPCSAE servicios 0,11 p.p. Por su parte, en este mismo periodo, la incidencia de los alimentos fue negativa (-0,09 p.p.), en tanto que la energía mostró una incidencia positiva, aunque baja (0,01%) (gráfico III.10).

La variación de los precios de consumo, durante el segundo trimestre de 2015, se caracterizó por las disminuciones de precios registrados en los bienes alimenticios. Por otro lado, se observaron incrementos en los precios de los servicios y en los bienes duraderos de la canasta, éstos últimos, ligados a la depreciación del guaraní con relación a la moneda norteamericana.

**Gráfico III.12**

**Inflación de bienes transables y no transables**

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Dentro de la agrupación alimentación se destacaron las reducciones de precios de algunos rubros volátiles de la canasta, productos panificados y harinas, mientras que las subas de precios de productos lácteos y cortes de carne vacuna atenuaron dichas disminuciones.

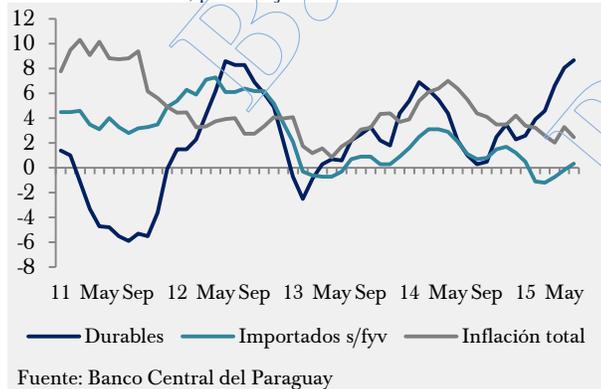
Por su parte, en el segundo trimestre los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -3,9%, por debajo de la observada entre los meses de enero y marzo (-2,8%). En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,3% (3,7% en el primer trimestre) (gráfico III.11).

Entre los bienes no transables, se destacan los incrementos de precios observados en alquileres, alojamiento en hoteles, pasaje aéreo, paquetes turísticos, servicio doméstico, entradas a espectáculos, gastos de salud, servicios de telefonía móvil, internet y seguros (gráfico III.12).

**Gráfico III.13**

**Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras**

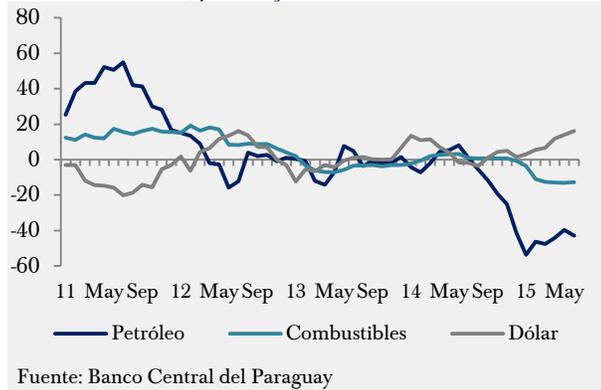
Variación interanual, porcentaje



Como se ha mencionado, algunos rubros de la canasta que están estrechamente vinculados con la evolución del tipo de cambio han mostrado incrementos importantes en los últimos meses, principalmente aquellos bienes duraderos de la canasta. Respecto del total de bienes importados, si bien presenta también una trayectoria al alza, el efecto del tipo de cambio ha sido atenuado por los bajos precios de los combustibles derivados del petróleo (gráfico III.13). Además, es importante considerar la apreciación del tipo de cambio real, principalmente con relación los principales socios comerciales, que amortigua el efecto de la depreciación del guaraní respecto al dólar, sobre los precios internos.

Los precios de combustibles, si bien siguen observando una

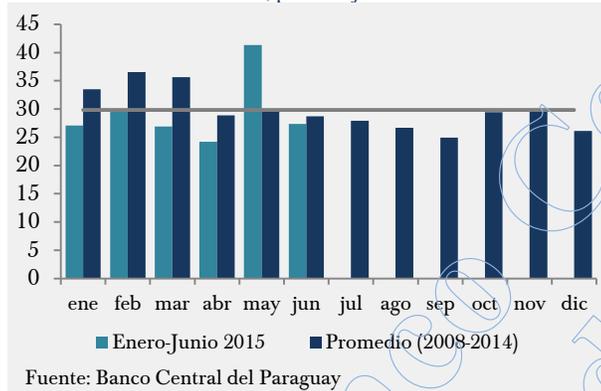
**Gráfico III. 14**  
**Petróleo, combustibles y dólar**  
 Variación interanual, porcentaje



caída en términos interanuales, se han estabilizado en los últimos meses. Este comportamiento estaría explicado por el aumento del tipo de cambio, como así también por la reciente recuperación del precio del petróleo (gráfico III.14).

Por otra parte, los incrementos de precios observados en el segundo trimestre del año estuvieron concentrados en unos pocos productos de la canasta, lo cual se ha reflejado en el comportamiento del índice de difusión para variaciones superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual). En este periodo, este índice promedió 27,3%, por debajo del promedio histórico del trimestre (29,9%) (gráfico III.15).

**Gráfico III. 15**  
**Difusión de la inflación (>0,375)**  
 Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

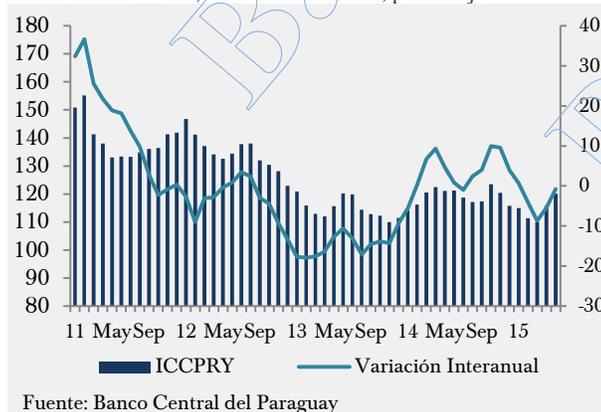


Con relación a la evolución de los precios internacionales de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, se observa un comportamiento al alza. Esto se refleja en la evolución del Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que en el mes de mayo registró una variación mensual de 3,7%, explicada, tanto por incrementos de los precios de los *commodities* de origen agropecuario, como así también por la suba de precios del petróleo y el gas (gráfico III.16).

**Perspectivas de Inflación**

De acuerdo a los resultados de la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del segundo trimestre, las expectativas de inflación de los agentes económicos se han consolidado, permaneciendo en la meta del 4,5% para el horizonte de política monetaria.

**Gráfico III. 16**  
**Índice de Commodities Compuesto del Paraguay**  
 Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



BCP © Derechos Reservados 2015

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

### Escenario base de proyección

En el plano internacional, la previsión de crecimiento mundial para este año fue ajustada a la baja, ubicándose al mismo nivel de la tasa estimada para el 2014 (2,7%). Este menor impulso se explica, en parte, por una menor expectativa de crecimiento para Estados Unidos, a pesar de un mayor dinamismo esperado en la Eurozona (tabla IV.1). Por otra parte, respecto del IPoM anterior, el crecimiento esperado para China fue revisado levemente a la baja. A nivel regional, se destaca la revisión a la baja en Brasil para este año y el siguiente. Como resultado, la proyección de crecimiento para socios comerciales de Paraguay es menor para el 2015 y 2016 (0,8% y 2,2%, respectivamente), con relación a lo señalado en el IPoM de marzo (1% y 2,4%). Con esto, el escenario base considera una demanda externa más débil a la proyectada previamente.

Respecto de la inflación externa, las expectativas se mantuvieron relativamente estables en las economías desarrolladas con relación a las señaladas en el último IPoM. Para 2015, se espera una variación anual de precios de 0,2% tanto para Estados Unidos como para la Eurozona (0,3% y 0% en marzo, respectivamente). Para 2016, la previsión de inflación en Estados Unidos se mantuvo en 2,1%, mientras que para la Eurozona, se redujo levemente de 1,4% a 1,3%.

En la región, los últimos datos efectivos de inflación en Brasil volvieron a aumentar las expectativas para 2015, en este caso de 7,7% a 8,9%. Para 2016 la previsión de inflación se mantiene estable en 5,5%. Por su parte, en Argentina, se mantiene la perspectiva de un crecimiento anual del nivel general de precios en torno a 30% en 2015, teniendo en cuenta los indicadores de inflación del sector privado.

En relación a la tasa de interés externa, considerando la expectativa de un ajuste más gradual en la tasa de política monetaria en Estados Unidos, los niveles esperados en las tasas de rendimiento de los bonos del tesoro americano para el 2015 y 2016 se redujeron a 0,2% y 1,2%, respectivamente, por debajo de los niveles de 0,4% y 1,6%, esperados en el IPoM de marzo.

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

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

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg, Consensus Forecast y *World Economic Outlook* de abril 2015 para 2015 y 2016.

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

	2014	2015(f)	2015(i)
Sector Primario	3,7	1,6	0,4
Agricultura	1,5	0,2	0,0
Ganadería	12,2	6,0	0,3
Otros Primarios	3,9	2,8	0,0
Sector Secundario	2,2	4,2	1,1
Industria	8,2	5,2	0,6
Construcción	14,9	11,0	0,4
Binacionales	-8,6	0,0	0,0
Sector Terciario	5,7	4,9	2,1
Gobierno General	4,4	6,3	0,5
Comercio	5,6	3,5	0,5
Comunicaciones	2,8	5,0	0,2
Otros Servicios <sup>3</sup>	7,2	5,3	0,9
Impuestos	6,4	6,0	0,4
PIB a precios de mercado	4,4	4,0	4,0
PIB no agrícola a precios de mercado	5,0	4,8	
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,0	5,4	

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

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

	2013	2014	2015*
PIB	14,2	4,4	4,0
Demanda Interna	7,6	5,7	3,9
Formación bruta de capital	20,2	10,6	3,5
Formación bruta de capital fijo	11,9	8,4	7,2
Consumo total	4,7	4,4	4,0
Consumo privado	4,6	4,4	3,6
Consumo público	5,3	4,4	6,4
Exportaciones de bienes y servicios	18,4	0,9	1,8
Importaciones de bienes y servicios	6,8	2,8	1,5
Cuenta corriente (% del PIB)	1,7	-0,4	-1,4
FBKF (% del PIB nominal)	15,1	15,8	16,3
FBKF (% del PIB real)	18,1	18,8	19,4

Fuente: Banco Central del Paraguay

En el contexto interno, la proyección de crecimiento del PIB para el 2015 es del 4% anual (tabla IV.2), inferior al 4,5% señalado en el último IPoM. El ajuste se explica fundamentalmente por un menor crecimiento de la producción de energía eléctrica, respecto al previsto a inicios del año. La referida tasa del 4% está explicada principalmente por la expansión del sector servicios, la industria, las construcciones (públicas y privadas) y dentro del sector primario, la ganadería. De esta manera, se sigue observando un crecimiento con una mayor diversificación sectorial.

Por el lado del gasto, la demanda interna crecería 3,9% en el presente año, inferior al 4,6% proyectado en el IPoM previo. Dicho crecimiento se explica por el incremento de las inversiones, sustentadas en mayores proyectos públicos y privados (tabla IV.3). Asimismo, el consumo privado seguiría exhibiendo un impulso positivo. Por lo tanto, al igual que lo señalado en el último IPoM, la demanda interna seguirá atenuando el impacto de las condiciones externas menos favorables.

En el escenario base, la trayectoria de la convergencia de la inflación a la meta se ubica por encima de la prevista en el IPoM anterior. Este comportamiento se debe principalmente a que la inflación efectiva del segundo trimestre fue mayor a la proyectada en el informe anterior, explicada fundamentalmente por la evolución del tipo de cambio, que afectó los precios de los bienes importados, especialmente los bienes duraderos. Asimismo, el incremento de los precios de los servicios afectó a la inflación del segundo trimestre.

Con ello, la trayectoria más probable de la inflación indica que la variación anual de precios para el 2015 se ubicaría en 4,0% (tabla IV.5). En adelante, consistente con la evolución esperada de las demás variables macroeconómicas, la inflación se mantendrá cercana a la tasa del 4% durante la mayor parte de 2016 y convergerá gradualmente a 4,5% en el horizonte de política, en este caso, el segundo trimestre del 2017 (gráficos IV.1 y IV.2).

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

**Tabla IV.4**  
**Crecimiento del PIB, por componentes del gasto**  
Incidencia, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

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

	2014	2015(f)	2016(f)	2017(f)
Inflación IPC promedio	5,0	3,4	4,1	
Inflación IPC diciembre	4,2	4,0	4,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio	4,8	2,6	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre	3,4	3,3	4,3	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (*)				4,5

(f) Proyección

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

## Escenarios de Riesgo

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

En el contexto internacional, los principales riesgos se mantienen similares a los señalados en el IPoM anterior. Por un lado, un factor de riesgo continúa siendo los precios bajos de los commodities por un periodo más prolongado del inicialmente previsto, lo cual afectaría los términos de intercambio presionando al alza al tipo de cambio real. Sin embargo, y como se señalara en el IPoM anterior, la prosecución de la recomposición en la estructura exportadora desde productos primarios hacia productos con mayor grado de industrialización y con precios relativamente más altos, compensarían parcialmente este efecto.

Por otra parte, los riesgos con relación al impacto del proceso de normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos sobre el tipo de cambio, siguen dependiendo de cambios inesperados respecto del inicio y del ritmo de ajuste de tasa de referencia de la Fed.

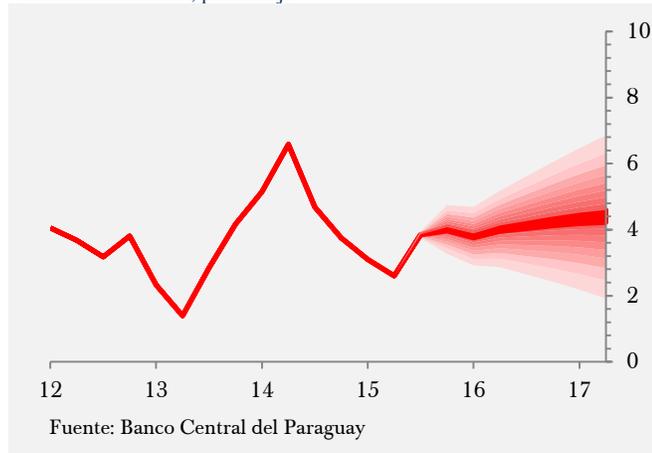
Si bien la depreciación del rublo ruso de los últimos meses ha incidido en los ingresos por exportaciones de carne, en la medida que se logre la apertura de nuevos mercados, como la reciente adjudicación de la Cuota Hilton a Paraguay, los efectos de la debilidad de la economía rusa sobre la economía paraguaya podrían ser atenuados.

A nivel regional, la prolongación y agudización del deterioro de la actividad económica en Brasil, seguiría impactando el comercio fronterizo, traducándose en un menor ingreso por reexportaciones. No obstante, su efecto sobre la actividad económica doméstica podrá ser compensado parcialmente, teniendo en cuenta que el crecimiento estimado para este año está explicado principalmente por los componentes de la demanda interna, que continuaría con una buena dinámica.

En el contexto interno, los riesgos derivados del aumento del tipo de cambio impactarían en la inflación en la medida

**Gráfico IV.1**  
**Proyección de inflación**

Variación interanual, porcentaje



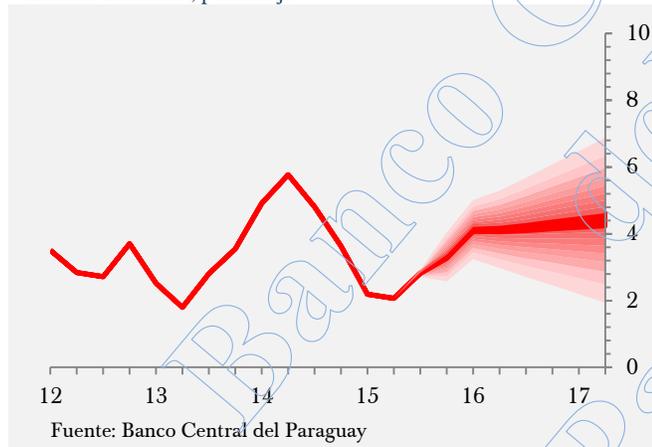
que la depreciación cambiaria afecte a los bienes finales importados y a los costos de producción de los bienes domésticos, a través de los insumos importados. Considerando que el debilitamiento del valor de las monedas se ha observado en toda la región, la menor depreciación del guaraní, con relación a la de los principales socios comerciales, permite amortiguar el efecto sobre los precios internos.

Por otra parte, se mantienen las perspectivas de un mayor gasto público en inversiones de infraestructura, que asociado a los proyectos privados, podría contribuir a generar presiones sobre la demanda de bienes y servicios, y, eventualmente, sobre los precios.

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

**Gráfico IV.2**  
**Proyección de inflación subyacente**

Variación interanual, porcentaje



## Recuadro I: Análisis de las exportaciones paraguayas al Brasil

### Actividad económica de Brasil

Las condiciones económicas de Brasil se han deteriorado en los últimos años, como así también sus perspectivas de crecimiento. Luego de registrar un crecimiento promedio de 4,4% entre el 2004-2011, éste se situó en torno al 1,6% entre el 2012-2014. Asimismo, distintos organismos internacionales como agentes del sector privado revisan continuamente a la baja sus proyecciones de crecimiento. A mediados del 2014, se preveía un crecimiento en torno al 2,0% para el 2015, sin embargo, al mes de junio de 2015, las estimaciones se ubicaron por debajo del -1,0% (gráfico I), explicada en parte por los resultados observados constantemente por debajo de lo esperado, y en los últimos meses por la posición más restrictiva, tanto de la política fiscal como de la política monetaria.

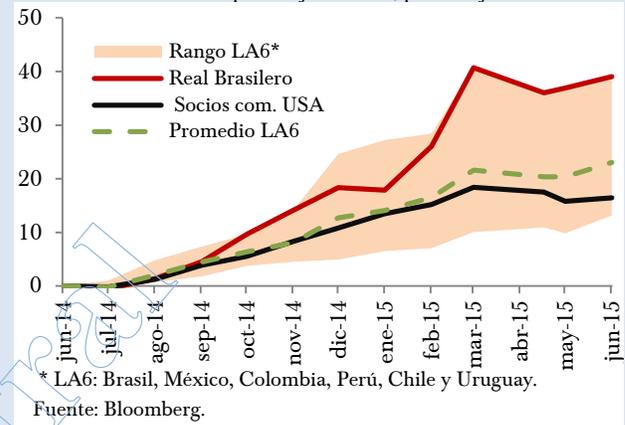
En línea con estos frágiles resultados de actividad y el fortalecimiento del dólar en el mercado internacional, el real brasilero se ha debilitado significativamente en los últimos meses. En junio del 2015, verificó una depreciación interanual de 39%, muy por encima de la que han registrado las principales monedas de la región (gráfico II).

**Gráfico I**  
Previsiones de crecimiento del PIB de Brasil  
Porcentaje



**Gráfico II**  
Tipo de cambio

Variación acumulada respecto a junio 2014, porcentaje

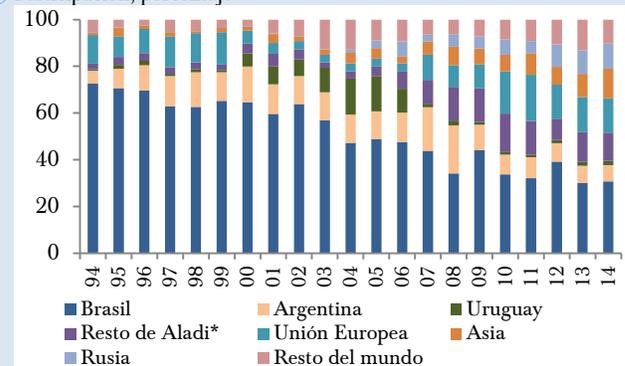


Teniendo en cuenta que Brasil es uno de los principales socios comerciales de Paraguay, se presenta un breve análisis de las exportaciones a dicho país.

### Destino de las exportaciones Paraguayas

Si bien Brasil sigue siendo el principal destino de las exportaciones paraguayas, es importante destacar la diversificación que se ha venido observando en los últimos años. La participación de Brasil ha disminuido sostenidamente, desde un 73% de las exportaciones registradas en 1994, al 31% en el año 2014. Con ello, han incrementado su participación la Unión Europea, Asia, Rusia, entre otros (gráfico III).

**Gráfico III**  
Exportaciones registradas por destino  
Participación, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

El componente más importante de las exportaciones registradas al Brasil es la energía eléctrica producida por la Entidad Binacional Itaipú. Excluyendo esta partida, la participación de dicho país se reduce a 39% en 1994 y 16% en el 2014. Paraguay y Brasil son co-propietarios de dicha Entidad y como tal tienen acceso preferencial al excedente de energía no utilizada por una de las partes. Considerando lo anterior, la exportación de energía eléctrica no tendría que ser afectada por las condiciones económicas de la economía brasileña, dado que responde más bien a la oferta disponible por parte de Paraguay.

Otro punto que es importante señalar es que el grueso de las reexportaciones<sup>4</sup> tiene como destino Brasil. En el año 1995, las mismas representaban más del 60% de las exportaciones totales (registradas más reexportaciones) al mencionado país, reduciéndose aproximadamente al 50% en el 2014.

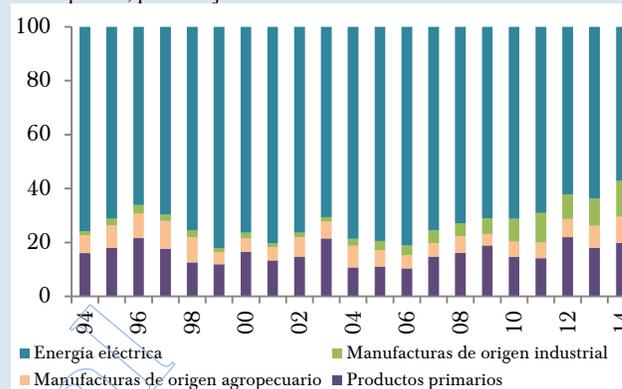
#### Exportaciones registradas al Brasil por nivel de procesamiento

Como se ha señalado, la energía eléctrica representa el principal producto exportado al Brasil, si bien en los últimos años ha ido reduciendo su participación. En el 2004, representaba cerca de 80%, en tanto que para el 2014 se redujo a 57% del total de las exportaciones registradas. A su vez, las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario, y principalmente, las de origen industrial fueron aumentando su participación, mientras que la participación de las exportaciones de productos primarios se ha mantenido en torno al 20% (gráfico IV).

Con respecto a los bienes primarios, cuatro son los productos principales enviados al Brasil (soja, maíz, trigo y arroz). En los últimos tres años, estos productos representaron más del 90% del total de bienes primarios exportados al Brasil.

**Gráfico IV**  
Exportaciones registradas al Brasil

Participación, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Por su parte, entre las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario, la carne bovina aparece como el principal producto de exportación. Este fue ganando terreno en los últimos años. Entre el 2012 y 2014, su participación promedio se ubicó en torno al 58% del total de exportaciones de manufacturas origen agropecuario.

Finalmente, con respecto a las exportaciones de manufacturas de origen industrial, en los últimos años se ha observado una recomposición en la estructura, incrementándose la participación de bienes relacionados a la industria de la maquila, principalmente autopartes y textiles. Se destaca el caso de las exportaciones de autopartes, que de una participación de 4,3% en el 2012, en el 2014 se ubicó en 23,4% del total de exportaciones de manufacturas de origen industrial.

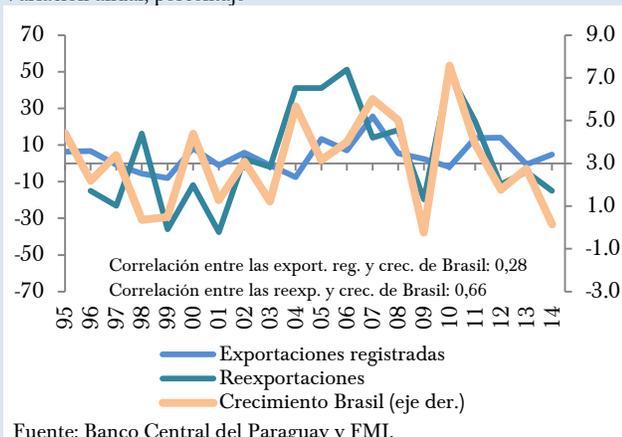
#### Crecimiento del PIB de Brasil y exportaciones

Considerando el periodo 1995 – 2014 se observa una correlación positiva entre el crecimiento de Brasil y las exportaciones destinadas a dicho país. La relación más significativa se verifica con las reexportaciones (gráfico V).

<sup>4</sup> Se refieren a la reventa de productos importados a excursionistas receptivos en las zonas fronterizas (Ciudad del Este, Pedro Juan Caballero, Saltos del Guairá y Encarnación, entre otros).

**Gráfico V**  
**Crecimiento de Brasil y exportaciones al Brasil**

Variación anual, porcentaje

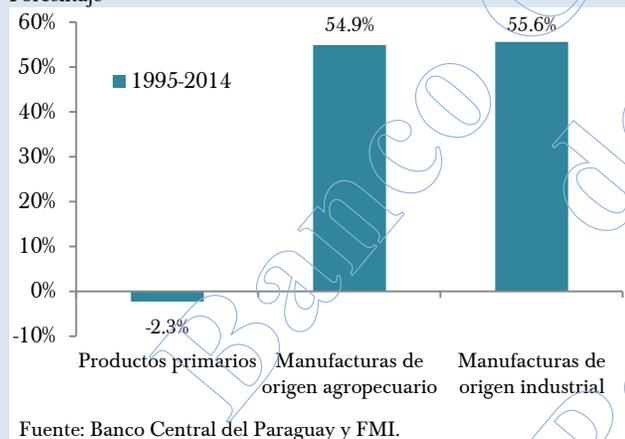


Fuente: Banco Central del Paraguay y FMI.

Al desagregar las exportaciones registradas por nivel de procesamiento, se observan relaciones de diferentes magnitudes (Gráfico VI).

**Gráfico VI**  
**Correlaciones de las exportaciones al Brasil con el crecimiento de Brasil**

Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay y FMI.

La exportación de productos primarios no muestra correlación relevante con el crecimiento de Brasil. Esto refleja que la producción y posterior exportación de estos productos no debiera tener relación con la situación económica de Brasil, sino que más bien estarían afectadas por otros tipos de shocks (principalmente precios de *commodities* y condiciones climáticas).

Por su parte, la exportación de manufacturas de origen agropecuario muestra una de las correlaciones más significativas. Sin embargo, esta relación ha disminuido,

principalmente en el periodo en el que las exportaciones de carne bovina han incrementado su participación.

Las exportaciones de origen industrial también muestran una correlación positiva importante con el crecimiento económico de Brasil para el periodo completo. La correlación también ha disminuido en los últimos años, coincidente con el periodo de importantes incrementos de las exportaciones de autopartes y textiles. De hecho, al mes de mayo del 2015, las exportaciones de cables y de textiles crecieron interanualmente a tasas de 42% y 43%, respectivamente.

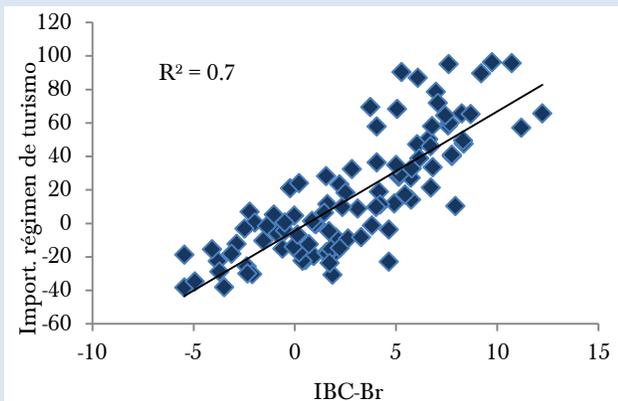
### Reexportaciones al Brasil

Como se ha señalado previamente, un canal comercial importante con el Brasil son las reexportaciones. Estas se refieren fundamentalmente a productos, que por sus características (computadoras, radios, televisores, artículos electrónicos, etc.), debieran tener una relación más fuerte con la evolución de la actividad económica. De hecho, esto se verifica tanto con datos anuales de reexportaciones (gráfico V), como así también con datos mensuales de las importaciones bajo el régimen de turismo<sup>5</sup> (gráfico VII).

Se observa una relación positiva importante entre las importaciones bajo el régimen de turismo y el índice de actividad económica del Banco Central de Brasil (IBC-BR). Esto refleja en cierta manera, la alta elasticidad demanda-ingreso de este tipo de productos, dado que son bienes cuyas compras se pueden postergar cuando la situación económica no es favorable.

<sup>5</sup> Los bienes importados bajo este régimen, luego del pago de los impuestos y márgenes de comercialización, constituyen las reexportaciones.

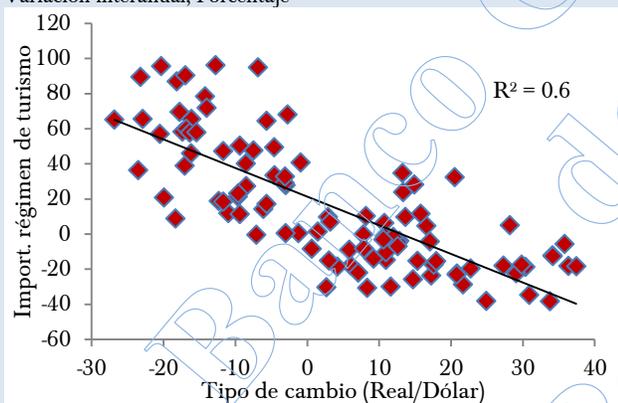
**Gráfico VII**  
**Importaciones bajo el régimen de turismo e IBC\_Br**  
Variación interanual, Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay y Banco Central de Brasil.

Asimismo, se observa una relación significativa de las importaciones bajo el régimen de turismo con la depreciación de la moneda brasileña respecto al dólar norteamericano (gráfico VIII).

**Gráfico VIII**  
**Importaciones bajo el régimen de turismo y tipo de cambio**  
Variación interanual, Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay y Bloomberg.

Para medir el impacto que podría tener la actividad económica de Brasil sobre las reexportaciones se estimó un modelo VAR en frecuencia trimestral, en el cual se incluyeron las siguientes variables: tasa de interés externa, precio de la soja, PIB de Brasil y las importaciones bajo el régimen de turismo. De acuerdo a los resultados del modelo, en promedio, un cambio de 1 punto porcentual en el crecimiento del PIB de Brasil ocasiona un cambio en torno a 5,0 puntos porcentuales en el crecimiento de las importaciones bajo el régimen de turismo en el trimestre. Este resultado también incorpora, en cierta manera, el efecto de la depreciación

cambiaría, dada la alta colinealidad que se observó entre el indicador de actividad y el tipo de cambio.

En resumen, la evolución de la actividad económica de Brasil muestra una relación con las exportaciones de manufacturas, si bien la misma se ha reducido en los últimos años. El efecto más significativo de la debilidad de la actividad económica de dicho país sería sobre las reexportaciones. De hecho, en el 2014, estas se redujeron 15,0%, y a mayo del 2015 mostraron una caída en torno al 24% respecto al mismo periodo del año previo.

### Conclusiones

Brasil sigue representando el principal destino de las exportaciones paraguayas, no obstante, su participación ha ido disminuyendo a través del tiempo, con lo cual se ha dado un proceso de diversificación de los destinos.

El componente más importante de las exportaciones registradas a dicho país sigue siendo la energía eléctrica, aunque ha ido reduciendo su participación. Con ello, las exportaciones de manufacturas (de origen agropecuario y de origen industrial) han incrementado su participación.

Por un lado, se observa que las exportaciones de productos primarios no muestran relación con la actividad económica de Brasil y en ese sentido, sus oscilaciones deben responder a otros factores (shocks de precios de *commodities* y/o condiciones climáticas).

Con respecto a las exportaciones de manufacturas de origen industrial se observa una correlación positiva, pero que ha disminuido en los últimos años, coincidente con el periodo de significativos incrementos de los envíos de carne bovina.

Las exportaciones de manufacturas de origen industrial, que también muestran una correlación importante con el crecimiento de Brasil, han sido impulsadas en los últimos años por la exportación de productos relacionados a la industria de la maquila (autopartes y textiles). En la medida que estas industrias mantengan su competitividad, las exportaciones de estos productos podrán mantener su tendencia y atenuar, en el agregado, el efecto negativo de la debilidad de la economía brasileña sobre otros sectores. De hecho, al

mes de mayo del 2015, las exportaciones de estos productos siguen creciendo a tasas significativas.

Con respecto a las reexportaciones, se observa una significativa correlación con la evolución de la actividad económica de Brasil y con la depreciación del real. Dadas las características de los productos reexportados, la elasticidad demanda-ingreso debe ser relativamente elevada, puesto que no son bienes de primera necesidad. De hecho, los efectos negativos ya se han venido observando en los últimos años, como así también en el 2015.

Banco Central  
del  
Paraguay

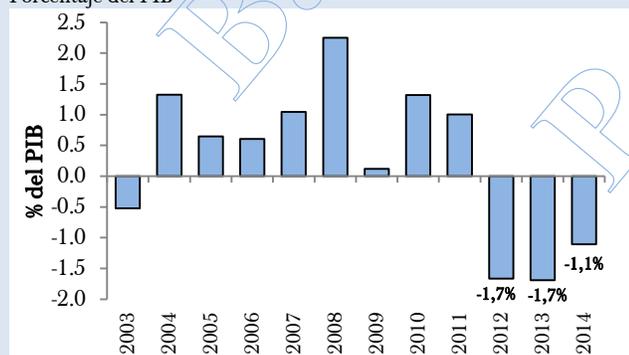
## Recuadro II: Financiamiento Fiscal

El endeudamiento público constituye un medio importante que el Estado o cualquier ente público dispone para obtener recursos financieros, que son concretados mediante las emisiones de títulos de valores (bonos del tesoro) o préstamos con organismos bilaterales o multilaterales. Esto permite al gobierno ejecutar los programas y proyectos a fin de cumplir con los objetivos establecidos.

Durante la década de los '90 y principios de la década anterior, muchos países Latinoamericanos se enfrentaban a serios problemas en sus cuentas fiscales, viéndose obligados a implementar rigurosos programas de ajuste fiscal para reducir el nivel de deuda pública y cambiar la tendencia de las finanzas públicas, hacia el logro de superávits fiscales que las tornen sostenibles a mediano y largo plazo.

En Paraguay, la crisis de las finanzas públicas sobrevino entre los años 2002 y 2003; siendo la misma coincidente con un contexto de retracción económica, fuerte depreciación cambiaria y aceleración de la inflación. La situación ameritó una profunda reestructuración en los años posteriores, que devolvió la disciplina a las finanzas públicas, la tranquilidad al mercado financiero y la estabilidad a la economía en su conjunto.

**Gráfico I**  
**Balance fiscal\***  
Porcentaje del PIB



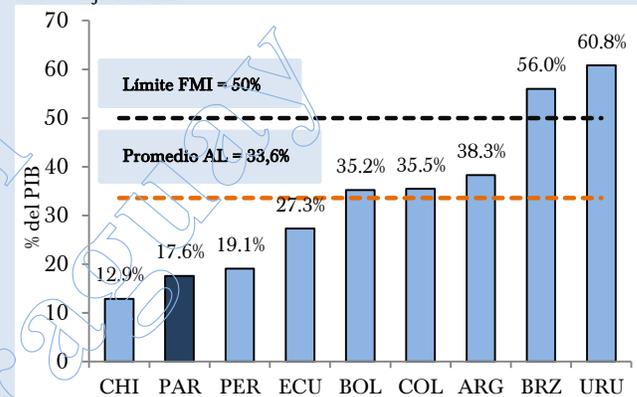
Fuente: Ministerio de Hacienda

Resultado de la mayor disciplina fiscal, las finanzas públicas experimentaron ocho años consecutivos de superávits fiscales (desde 2004 hasta 2011), situación que permitió disminuir la deuda pública externa desde el

37% del PIB en el año 2003 a menos del 10% del PIB en el 2011. Desde el 2012, los superávits se han revertido como consecuencia del aumento de los gastos, principalmente aquellos destinados a la inversión en infraestructura.

A partir del 2015 entró en vigencia la Ley de Responsabilidad Fiscal. Su objetivo es consolidar la disciplina fiscal mediante el establecimiento de condiciones cuantitativas estrictas tales como: que el crecimiento real del gasto corriente primario del sector público no exceda el 4% anual, topes para el déficit del Gobierno Central del 1,5% del PIB (o un promedio de 1% en un periodo de tres años) y aumentos salariales del sector público sujetos a la variación del salario mínimo.

**Gráfico II**  
**Comparativo del endeudamiento regional (2014)**  
Porcentaje del PIB



Fuente: Bloomberg y Ministerio de Hacienda.

A nivel regional, Paraguay sigue siendo uno de los países con menor endeudamiento público, alcanzando un 17,6% del PIB en el año 2014, situándose muy por debajo del promedio de América Latina (33,6% del PIB) y del umbral límite del 50% del PIB recomendado por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Al considerar el grupo de países que tienen igual calificación crediticia que nuestro país y con deudas que tienen una maduración (vencimiento) similar, se comprueba en la tabla I que Paraguay está pagando una tasa de interés inferior al resto de los países (4,625% en comparación al promedio de 5,456%).

Tabla I: Calificación crediticia y tasas de interés

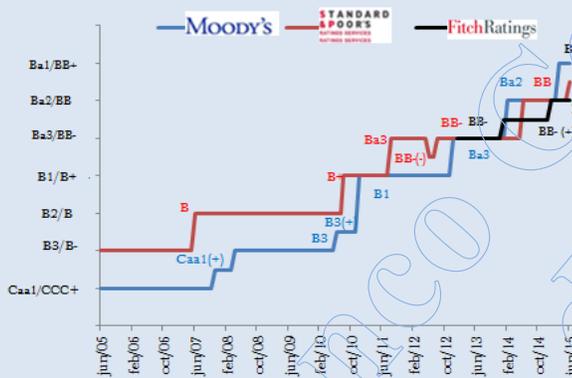
País	Calificación Crediticia			Vencimiento	Tasa de Interés (%)
	Standar & Poor's	Fitch	Moody		
Paraguay	BB	BB	Ba1	25/01/2023	4,625
Guatemala	BB	BB	Ba1	06/06/2022	5,750
Croacia	BB	BB	Ba1	04/04/2023	5,500
Bolivia	BB	BB-	Ba3	22/08/2023	5,950
<b>Promedio</b>					<b>5,456</b>

Fuente: Bloomberg.

Asimismo, tal como se observa en el gráfico III, Paraguay viene registrando una mejora continua en su calificación de deuda soberana, sustentado principalmente en la solidez de los resultados macroeconómicos registrados en los últimos años (estabilidad de precios y crecimiento económico).

### Gráfico III

Calificación de deuda soberana de Paraguay



Fuente: Bloomberg.

El incremento en la calificación hace posible el mejoramiento de la imagen del país, convirtiéndolo en un destino más atractivo para las inversiones extranjeras, al mismo tiempo que abre puertas para que el sector privado pueda incursionar con mejores condiciones en los mercados financieros internacionales, factores que contribuirán al logro de mayores inversiones, que es fundamental para mantener el crecimiento económico sostenido.

## Glosario

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

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

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

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

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

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

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

**PMI (*Purchasing Managers Index*):** indicador macroeconómico que pretende reflejar las perspectivas

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

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

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

Banco Central  
del Paraguay

**Informe de Política Monetaria**  
Junio 2015

