



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio
2016



Banco Central del Paraguay



Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	19
III. Escenario Doméstico	22
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	29
Recuadro I	33
Principales canales de transmisión del entorno externo sobre la economía doméstica	
Recuadro II	37
Nuevas medidas económicas en Argentina y sus potenciales efectos sobre la economía local	
Glosario	41

(*) 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 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Resumen Ejecutivo

En el plano internacional, el desempeño económico sigue siendo frágil y complejo, lo que se ha reflejado en una nueva revisión a la baja del crecimiento mundial. Entre las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos y la Eurozona son menos favorables respecto de las señaladas en el informe de marzo. Por su parte, entre las emergentes, las proyecciones de crecimiento de China se han incrementado levemente. En cuanto a la región, las previsiones sobre el crecimiento de la economía brasileña también han mejorado recientemente, aunque se mantienen por debajo de las previstas en el IPoM anterior. En línea con esto, el crecimiento esperado de los socios comerciales del Paraguay también fue ajustado a la baja.

En Estados Unidos, el crecimiento del primer trimestre fue revisado al alza, aunque se ubicó por debajo de lo observado en el último trimestre del 2015. Por su parte, el sector manufacturero mostró una mayor expansión en mayo, con un PMI levemente superior al del mes previo. En lo que respecta al mercado laboral, se observó una menor tasa de desempleo, sin embargo, el incremento de las nóminas no agrícolas estuvo muy por debajo del promedio de los últimos doce meses. El débil reporte de empleo, entre otras, llevó a la Fed a mantener la tasa de interés en su reunión de junio.

Con respecto a la Eurozona, en el primer trimestre del año se observó un mayor ritmo de expansión de la actividad económica, destacándose los crecimientos de Alemania y España. Por su lado, si bien se mantiene en zona expansiva, el PMI manufacturero mostró un menor índice en mayo. Por otra parte, la tasa de desempleo de abril se mantuvo estable respecto del mes previo, aunque menor a la tasa de obtenida en abril de 2015. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) elevó sus proyecciones de crecimiento para el 2016.

En China, la actividad económica mostró un menor crecimiento en el primer cuarto, respecto al del trimestre anterior. Asimismo, el sector manufacturero se mantiene en zona contractiva por 16 meses consecutivos, con un nivel menor del PMI en mayo. La caída del índice se explicó, principalmente, por el mayor ritmo de contracción del empleo en el sector, así como por una caída de las compras de materias primas y de los inventarios. No obstante, los efectos previstos de las medidas expansivas de política económica implementadas por el gobierno contribuyeron a una leve corrección al alza en las proyecciones de crecimiento, aunque se mantienen por debajo de lo observado en el 2015.

Entre las economías de la región, Brasil registró una menor contracción de su Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre, con respecto a las expectativas privadas. Por otra parte, el sector manufacturero sigue sin mostrar signos de recuperación, registrando una mayor contracción en mayo. En línea con las mejoras en algunos indicadores, la encuesta Focus del Banco Central del Brasil mostró revisiones al alza en las perspectivas de crecimiento para el 2016 y 2017. En Argentina, de acuerdo a estimaciones preliminares, el crecimiento económico se moderó en el primer trimestre, mientras que conforme al estimador mensual industrial (EMI), en mayo, la actividad industrial tuvo una contracción en términos interanuales. Referente a los precios, la variación del Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) siguió con su tendencia alcista en el mismo periodo.

En el plano local, la actividad económica continuó mostrando un moderado dinamismo en el primer trimestre. En este periodo, el PIB registró una variación interanual de 1,5%, superior a la tasa observada en el último trimestre del 2015 (1,1%). Este crecimiento se explicó fundamentalmente por el desempeño de la agricultura y la producción de energía eléctrica y en menor medida por las construcciones. Por el lado de la demanda, el impulso positivo al producto provino de las exportaciones netas y el consumo privado, mientras que la inversión y el consumo público registraron variaciones negativas. Conforme a los indicadores de corto plazo, la actividad económica mostraría una expansión importante en el segundo trimestre.

Con relación a los precios, la inflación se redujo con respecto a lo observado en el IPoM anterior. El promedio de la inflación total en el segundo trimestre se ubicó en 4,2%, por debajo de lo registrado en el primer cuarto (5%), explicado

fundamentalmente por la reversión de precios de algunos precios volátiles de la canasta, como así también por la menor variación interanual de los precios de los bienes importados, en línea con la apreciación de la moneda doméstica.

Las distintas medidas de tendencia de la inflación también mostraron una trayectoria descendente en el segundo trimestre. En este periodo, la inflación núcleo, la subyacente y la subyacente X1 promediaron tasas interanuales de 3,8%, 3,2% y 4,2%, por debajo de las registradas en el segundo trimestre del año 2016 (4,2%, 3,8% y 4,9%, respectivamente). Teniendo en cuenta este panorama interno más favorable para la dinámica futura de la inflación y las menores presiones provenientes del ámbito externo, en su reunión de mayo, el CEOMA consideró apropiado avanzar hacia un perfil más expansivo, reduciendo la tasa en 25 pb a 5,75% anual.

En línea con el mayor dinamismo de la actividad económica observado recientemente, en el escenario base de este IPoM, el crecimiento del PIB para el 2016 se ajustó al alza, de 3% a 3,5%. Esta revisión se explica principalmente por ajustes positivos en el sector primario (ganadería) y secundario (construcciones, producción de energía eléctrica e industria manufacturera). Por su parte, el crecimiento del sector terciario fue ajustado a la baja, por la revisión de comunicaciones y gobierno general, en tanto que para comercio se prevé un mejor resultado respecto de lo estimado inicialmente. Por el lado del gasto, la revisión se explica por una corrección al alza en el consumo privado y en las exportaciones netas, en tanto que la estimación de la inversión fue corregida a la baja, específicamente la relacionada a maquinarias y equipos. Conforme a los indicadores de corto plazo, las perspectivas para el segundo semestre siguen siendo favorables para la actividad económica.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	4.7	3.6	0.9
Agricultura	6.2	3.1	0.6
Ganadería	-1.0	5.0	0.3
Otros Primarios	7.3	4.8	0.1
Sector Secundario	2.4	6.4	1.6
Manufactura	2.6	2.2	0.2
Construcción	4.4	8.0	0.3
Electricidad y Agua	1.6	9.9	1.1
Sector Terciario	2.8	1.9	0.8
Gobierno General	5.5	1.5	0.1
Comercio	0.2	0.0	0.0
Comunicaciones	-0.2	-2.5	-0.1
Otros Servicios†	4.7	4.9	0.8
Impuestos	1.2	3.0	0.2
PIB a precios de mercado	3.1	3.5	3.5
PIB sin agricultura, ni binacionales	2.6	2.7	

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2014	2015	2016 (f)
PIB	4,7	3,1	3,5
Demanda Interna	5,3	2,5	3,1
Formación bruta de capital	11,0	1,5	4,6
Formación bruta de capital fijo	8,8	2,0	4,1
Consumo total	3,8	2,8	2,7
Consumo privado	3,7	2,4	2,9
Consumo público	4,2	6,2	1,5
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	-3,0	-2,5
Importaciones de bienes y servicios	5,3	-4,7	-4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.4	-1.7	-0.8
FBKF (% del PIB nominal)	15,9	16,4	17,5
FBKF (% del PIB real)	18,8	18,6	18,7

Con respecto a los precios, la trayectoria más probable de la inflación indica que a finales de año la misma cerrará en torno a 3,8%, por debajo de lo señalado en el informe de marzo. Este cambio se explica principalmente, por un lado, por la

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

importante reversión de algunos precios volátiles de la canasta hacia sus valores promedios históricos, que por factores de oferta se habían incrementado significativamente a comienzos de año. Por otra parte, en el primer trimestre del año, las expectativas de depreciación del guaraní respecto al dólar permanecían elevadas, debido en parte, a las mayores probabilidades de un ajuste de la tasa por parte de la Fed durante este año. En el actual escenario, el panorama se ha revertido de manera importante, ya que se espera el ajuste recién para el próximo año. Este hecho ha llevado a que las presiones del entorno internacional sobre los precios internos se hayan atenuado de manera importante, lo que se refleja en la variación de precios de los bienes importados y en las proyecciones de la inflación subyacente, menores a las de marzo. En adelante, las medidas de inflación se situarían en valores cercanos al 4,5%, principalmente en el segundo semestre del 2017, con una convergencia suave a la meta en el horizonte relevante de proyección, en este caso el segundo trimestre de 2018.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2018.

Con referencia a los escenarios de riesgos, si bien los derivados del plano internacional se mantienen similares a los de marzo, ha habido ciertos cambios en la probabilidad de ocurrencia de los mismos en el corto y mediano plazo. En ese sentido, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió postergar el ajuste de la tasa Fed, tras débiles datos de empleo y una coyuntura global que se mantiene compleja. Sumado a ello, el resultado del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*) generó una volatilidad importante en los mercados financieros mundiales en el periodo inmediatamente posterior, aunque fue estabilizándose nuevamente en las semanas siguientes. Los efectos de mediano plazo del proceso del *Brexit* son aún difíciles de cuantificar, aunque claramente esta mayor incertidumbre es un factor de riesgo a la baja para la actividad económica global.

En el contexto regional, la economía de Brasil ha mostrado ciertas señales positivas recientemente, que hasta el IPoM pasado no se habían hecho presentes. Esto se refleja en la mejora de las perspectivas de crecimiento para el 2016 y 2017, lo cual es un factor que podría contribuir positivamente al desempeño de la actividad doméstica, principalmente a través de un mayor dinamismo del comercio con dicho país. Las medidas económicas que el nuevo gobierno brasileño planea implementar fueron tomadas como positivas por los mercados, no obstante, aún persiste la incertidumbre con respecto al éxito de las mismas, dados los costos (sociales y políticos) que tiene que asumir el gobierno en el corto plazo.

En lo interno, las presiones sobre el tipo de cambio nominal provenientes del sector externo se han moderado, en línea con la reducción de las probabilidades de ajuste de la tasa Fed en el corto plazo, como así también por el ingreso de divisas en la primera mitad del año, debido a las exportaciones de los principales productos. No obstante, una fuente potencial de presión sobre los precios locales podría ser la inflación externa relevante para Paraguay. Al respecto, en Argentina, algunas de las recientes medidas implementadas por el nuevo gobierno generaron ajustes de precios al alza en dicho país, lo que se traduce en una depreciación del tipo de cambio real bilateral con el país vecino. Esta situación podría ejercer presiones

sobre la evolución de determinados precios locales, ya sea por una mayor demanda de paraguayos por productos locales (sustitución de los importados de Argentina), como así también por una mayor demanda de estos productos por parte de argentinos, principalmente en las zonas fronterizas. No obstante, la magnitud del efecto dependerá de la capacidad de respuesta de la oferta local. Por otro lado, esta mayor demanda favorecería el desempeño de algunos sectores de la economía doméstica.

En cuanto a la actividad, en meses recientes se ha observado la recuperación de algunos sectores que se habían debilitado desde mediados y/o finales del 2015, como la industria manufacturera y el comercio. El sector de las construcciones también está mostrando un dinamismo importante, impulsado tanto por las obras públicas como privadas. Dado estos nuevos datos, las perspectivas para lo que resta del año son más favorables.

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

Implementación de la Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Marzo 2016.

En el IPoM de marzo, se observaba que la actividad económica mundial seguiría con un escenario de menor dinamismo, lo que se había reflejado en correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento, tanto de los países avanzados como emergentes. Entre los primeros, específicamente en Estados Unidos, se preveía una recuperación más lenta de la prevista, al tiempo que la Eurozona no daba señales claras de recuperación. Asimismo, en el mundo emergente, China seguía en desaceleración, mientras que en el ámbito regional, Brasil continuaba mostrando un deterioro en sus indicadores de actividad económica y en Argentina, no se observaban indicios de recuperación.

En Estados Unidos, pese a que el crecimiento del producto del cuarto trimestre del 2015 había sido revisado al alza, se observó una desaceleración en el transcurso del año 2016. No obstante, la moderación de la actividad económica había incrementado la incertidumbre acerca de la velocidad de ajuste de la política monetaria. Con ello, solamente se esperaban aumentos de las tasas en dos ocasiones en el año.

La actividad económica en la Eurozona seguía con un ritmo moderado de expansión en el cuarto trimestre, con una tasa de similar a la del trimestre previo. En el mercado laboral, la tasa de desempleo continuaba en descenso. Respecto de la política monetaria, en su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) volvió a dar un estímulo a la economía con la reducción de las principales tasas de interés y la expansión del programa de compra de activos.

En China, continuaba la desaceleración de la actividad económica, al punto que el 2015 cerró la tasa de crecimiento más baja en los últimos 25 años. Como consecuencia del débil desempeño económico, el Congreso aprobó un plan quinquenal de crecimiento hasta el año 2020.

En el ámbito regional, la economía brasileña continuaba con un magro desempeño, al punto que el PIB registró una fuerte contracción en el 2015 y con un elevado nivel de inflación. La delicada situación política podía agravar el deteriorado panorama económico para el próximo año. Esto se veía reflejado en las correcciones a la baja de las proyecciones de crecimiento y la pérdida del grado de inversión por parte de una de las calificadoras internacionales de riesgo. En Argentina, aún no se tenían señales importantes de recuperación. La actividad económica permanecía con una moderada expansión y altas tasas de inflación, al tiempo que el gobierno buscaba medidas para reducir el déficit fiscal.

En el plano doméstico, la moderación de la actividad económica se había acentuado en la segunda mitad del año. A más del debilitado contexto internacional y regional relevante para la economía nacional, algunos sectores internos clave se habían desacelerado más de lo previsto, tales como los servicios, la industria manufacturera y la construcción. Sin embargo, este comportamiento había sido atenuado por la recuperación del sector de electricidad y agua. Por su parte, aunque también con menor dinamismo, el mercado laboral, había tenido un desempeño favorable. Con relación a los precios, la inflación se había incrementado en el primer trimestre, principalmente, por el aumento de precios de productos alimenticios y de algunos servicios. Asimismo, las medidas de tendencia de inflación seguían incrementándose.

Bajo este escenario, en enero, el CEOMA consideró prudente adoptar un perfil menos expansivo, incrementando la TPM en 25 pb, ubicándola en 6% anual, con el propósito de evitar un deterioro de las expectativas de inflación y garantizar la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4,5% en el horizonte de proyección. Teniendo en cuenta que el entorno internacional y regional se había vuelto más complejo de lo esperado previamente y que las presiones sobre el tipo de cambio se habían moderado por las menores probabilidades de incremento de la tasa de la Fed en el

corto plazo, el Comité decidió mantener la TPM en 6% en las reuniones de febrero y marzo.

El escenario base del IPoM de marzo preveía un crecimiento del PIB de 3% para este año, proyección que se ubicaba levemente por debajo de lo señalado en diciembre. La revisión se debió básicamente a ajustes a la baja en las principales actividades del sector terciario (comercio) y secundario (manufactura). El sector primario, sin embargo, fue corregido al alza por mejoras en las estimaciones de crecimiento del sector agrícola. Respecto de la inflación, se proyectaba una tasa de 5,2% para diciembre, manteniéndose dentro del rango de tolerancia. Este resultado se debía principalmente al significativo incremento de precios de los rubros volátiles que se había verificado a inicios de año. Sin embargo, las proyecciones de la inflación subyacente permanecían relativamente estables, reflejando que el aumento de la inflación total se debió fundamentalmente a factores coyunturales de oferta. En adelante, la trayectoria más probable de la inflación se mantendría dentro del rango con una gradual convergencia de la inflación hacia la meta del 4,5% anual en el horizonte de proyección, en ese entonces el primer trimestre del 2018.

Como principales riesgos en el plano internacional se señalaba que seguía la incertidumbre respecto del ajuste monetario por parte de la Fed, lo que podía generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros y que podrían afectar el comportamiento de las monedas de los países emergentes. Las dudas respecto del crecimiento de mediano plazo de China, así como una eventual mayor desaceleración o un proceso de rebalanceo más lento, podrían influir en menores precios de commodities relevantes para Paraguay. En el plano regional, además del debilitado escenario económico de Brasil, se sumaba problemas políticos, lo que no daba indicios de una pronta recuperación.

Considerando el contexto externo más incierto, la evolución futura del tipo de cambio seguía siendo el principal riesgo para la inflación local. Al respecto, mejores datos de la economía de Estados Unidos podrían fortalecer el dólar, llevando a un debilitamiento del guaraní. Esto podría impactar en los precios de productos importados y en las expectativas, lo cual podría reflejarse en aumentos de precios de bienes de origen nacional.

Además, en caso de que el guaraní continuara con un menor ritmo de apreciación (relativo a la de los socios comerciales respecto al dólar) y que persistan las elevadas tasas de inflación de los países vecinos, podría llevar a un incremento de la inflación externa relevante para Paraguay. Una vez evaluados estos escenarios de riesgos, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

Reuniones de abril, mayo y junio

En abril, el contexto externo se mantenía complejo a nivel global y regional. En las economías desarrolladas, Estados Unidos y la Eurozona continuaban con un moderado ritmo de crecimiento y bajos niveles de inflación, lo que no ayudaba a disipar la incertidumbre respecto de la velocidad de ajuste de las tasas de interés por parte de la Fed. En el mundo emergente, la nueva desaceleración de China en el primer trimestre del año había sido una noticia importante. En la región, en Brasil todavía se esperaba una mayor contracción para el 2016 debido a sus magros indicadores de actividad económica, mientras que en Argentina la inflación permanecía en niveles elevados.

En lo interno, la inflación, que fue fuertemente afectada por el aumento de precios de productos volátiles en enero, continuaba reduciéndose, debido básicamente a la reversión de esos precios hacia valores de referencia normales, tal como se había señalado en minutas de reuniones anteriores. Asimismo, las medidas de tendencia de inflación continuaban con una trayectoria a la baja acorde con el objetivo inflacionario. Por su parte, persistía el moderado dinamismo de la actividad económica, afectado en gran parte por el frágil desempeño económico a nivel global y regional.

Bajo ese escenario, el CEOMA señaló que no se habían observado cambios significativos en el mes de referencia, a pesar de la complejidad del escenario externo y resaltó que la variación proyectada de los precios estaba en línea con la meta de inflación. Por lo tanto, el Comité decidió mantener la TPM en 6,0% anual, con el propósito de asegurar la convergencia de la inflación al 4,5% anual en el horizonte de proyección.

Para la reunión de mayo, se resaltaba la incertidumbre con relación al ritmo de recuperación de los países avanzados, además del deterioro de los principales indicadores de las economías emergentes. Estados Unidos volvió a mostrar un menor ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año, mientras que la Eurozona había tenido una leve mejora en el margen. Entre los emergentes, persistía la desaceleración de China y en la región, por un lado, Brasil continuaba con un magro desempeño económico, y por otro, en Argentina las proyecciones de crecimiento para este año se habían deteriorado, además de mostrar un incremento en la inflación.

En el plano local, tanto la inflación total como sus medidas de tendencia continuaban con una trayectoria decreciente en línea con la meta de inflación. Sin embargo, el moderado ritmo de expansión de la actividad económica se había ralentizado más de lo previsto en ciertos sectores clave, como industria y servicios.

Ante este panorama, el CEOMA consideró que el escenario interno y externo de ese momento había generado una modificación significativa en el balance de riesgos, lo que permitía adoptar de manera oportuna una política monetaria más expansiva. Por lo tanto, el Comité decidió reducir la TPM en 25 pb, ubicándola en 5,75% anual, garantizando la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política.

Para la reunión de junio, persistía la incertidumbre respecto de la recuperación de las principales economías, mientras que en el entorno regional se verificaron algunas mejoras en el margen. Así, en Estados Unidos, el débil resultado de la creación de empleo en mayo amplió la incertidumbre sobre la velocidad de ajuste de tasas por parte de la Fed. A ello se sumaba la incertidumbre en los mercados globales provenientes de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. En las economías emergentes, China continuaba con un frágil desempeño. Sin embargo, en la región, algunos indicadores de la economía brasileña registraron una leve mejora, así como de las expectativas de crecimiento.

En el ámbito doméstico, la inflación total y sus medidas de tendencia, así como sus expectativas se mantenían consistentes con la meta en el horizonte de proyección. Por otra parte, algunos sectores de la actividad económica empezaban a mostrar cierta mejora en el margen, explicada principalmente por la recuperación de algunas ramas del sector secundario y terciario.

En este contexto, el CEOMA consideró que mantener el perfil de política monetaria con la TPM en 5,75% anual, era la estrategia más apropiada para asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

El panorama económico global se mantiene frágil y complejo, lo cual se ha reflejado en la corrección a la baja en la proyección del crecimiento de la economía global. En este informe, se prevé que el crecimiento mundial para el 2016 se ubique en 2,4%, por debajo de lo publicado en el IPoM de marzo (2,5%). En cuanto a las economías desarrolladas, Estados Unidos y la Eurozona volvieron a registrar correcciones a la baja en sus perspectivas de crecimiento para el presente año, mientras que para el 2017 se mantuvieron inalteradas. En dirección contraria a lo observado en la mayoría de las economías, China verificó una mejora en sus proyecciones de crecimiento, tanto para el 2016 como para el 2017, en línea con las políticas económicas expansivas que está implementando el gobierno. Por otra parte, entre las principales economías de la región, en Brasil, si bien recientemente se ha visto una mejora en las proyecciones de crecimiento, las mismas siguen ubicándose por debajo de las señaladas en el informe anterior. Con este resultado, el crecimiento del PIB de socios comerciales de Paraguay fue también revisado a la baja (tabla I.1)

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) cerró el primer trimestre con un crecimiento de 1,1% trimestral anualizado, por debajo de lo registrado en el último trimestre del 2015 (1,4%). El crecimiento sigue siendo explicado por la contribución positiva del consumo de los hogares, de la inversión física residencial, de los gastos del gobierno estatal y local y de las exportaciones. Por su parte, la menor expansión, respecto al trimestre anterior, se debió a una desaceleración de los gastos de consumo personal, a una reducción de la inversión fija no residencial, así como a una caída en los gastos del gobierno federal. En lo que respecta a la actividad manufacturera, el PMI (*Purchasing Managing Index*) fue 51,3 en el mes de mayo, superior al nivel registrado en el mes anterior (50,8) (gráfico I.1). La mejora en el indicador se debió principalmente al mayor incremento de los precios de insumos, contrarrestado parcialmente por la desaceleración de la producción y de las nuevas órdenes. Por otra parte, la tasa de desempleo se redujo a 4,7% en el mes de mayo, luego de permanecer durante dos meses en 5,0%, sin embargo, las nóminas no agrícolas se incrementaron en 38 mil nuevos puestos de

Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

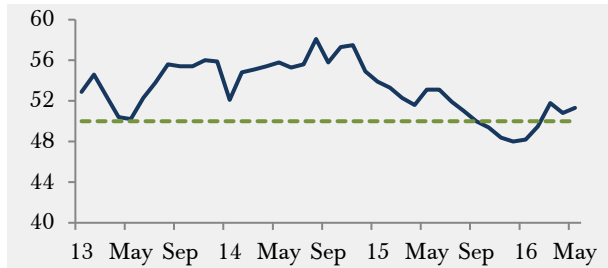
e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast. Para el resto de países y regiones el crecimiento resulta de un promedio entre datos de Bloomberg, Consensus Forecast y Perspectivas de Crecimiento Mundial del FMI a abril de 2016.

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

Índice de difusión

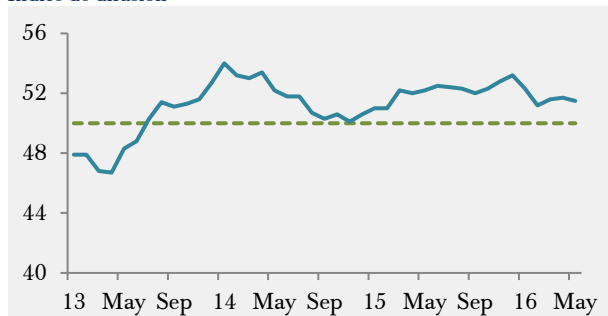


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Construido en base a encuestas a gerentes de compras. Elaborado por el Institute for Supply Management (ISM).

Fuente: Bloomberg.

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

Índice de difusión

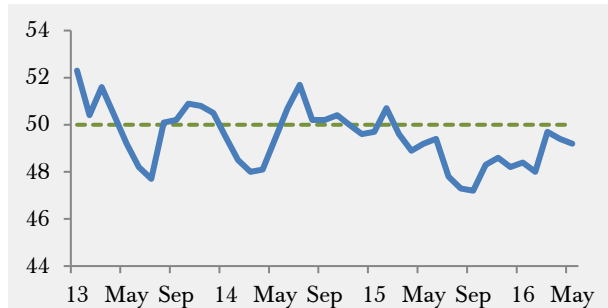


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por Markit Economics.

Fuente: Bloomberg.

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

Índice de difusión



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

Fuente: Bloomberg.

trabajo, muy por debajo del promedio de los últimos doce meses (219 mil) y de las expectativas del mercado (164 mil).

La Eurozona presentó en el primer trimestre un crecimiento de 0,6% trimestral, similar al del mismo periodo del 2015, pero superior al 0,4% registrado en el trimestre anterior. Esta expansión se debió principalmente a la incidencia positiva del consumo de los hogares, de la formación bruta de capital fijo, así como de la variación en los inventarios, mientras que el balance externo presentó una contribución negativa. Entre las principales economías, España y Alemania mostraron las tasas de crecimiento más elevadas, 0,8% y 0,7% respectivamente. Si bien se mantiene en zona expansiva, el PMI manufacturero reflejó una leve desaceleración del sector en mayo, ubicándose en 51,5 (51,7 en abril) (gráfico I.2). Por su parte, en abril, la tasa desempleo fue 10,2%, manteniéndose estable con respecto a la registrada en marzo, aunque menor a la tasa de 11% de abril de 2015. En este contexto, las proyecciones de crecimiento del Banco Central Europeo (BCE) se situaron en 1,6% para este año, y en 1,7% para el 2017 y el 2018.

En China, el crecimiento económico del primer trimestre se situó en 6,7% interanual, inferior al 6,8% registrado en el trimestre anterior. En mayo, el sector manufacturero presentó un PMI de 49,2 (49,4 en abril), permaneciendo en zona de contracción por 16 meses consecutivos (gráfico I.3). Este resultado se explicó, principalmente, por el mayor ritmo de contracción del empleo, como así también por la caída de las compras de materias primas y de los inventarios, afectados por las débiles condiciones de la demanda.

En Brasil, el primer trimestre del 2016 presentó una reducción del Producto Interno Bruto (PIB) de 0,3% trimestral, menor al esperado por el mercado (-0,8%) y al -1,5% del cuarto trimestre de 2015. Por otro lado, el sector manufacturero continúa debilitado, manteniéndose el PMI en zona contractiva con un índice de 41,6 en mayo (42,6 en abril) (gráfico I.4). Este comportamiento refleja una mayor contracción de la producción y de las nuevas órdenes, así como un incremento en la tasa de recorte de puestos de trabajo. No obstante, la producción industrial tuvo una ligera variación mensual positiva en abril (0,1%), mientras que en términos interanuales registró una menor caída (-7,2% interanual) respecto al mes previo. En lo que respecta al mercado laboral, la tasa de desempleo del trimestre móvil cerrado en mayo fue de 11,2%, siendo, igual al del periodo

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

Índice de difusión

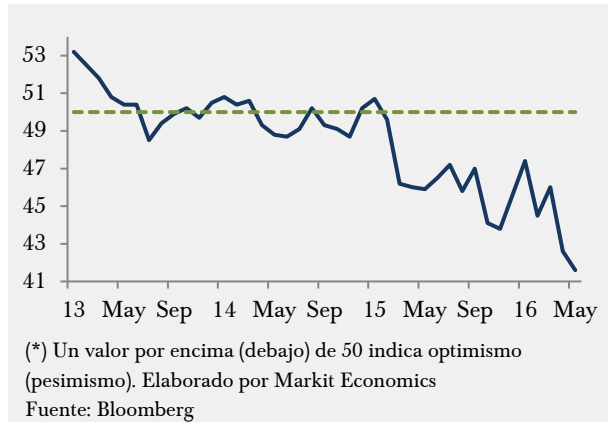


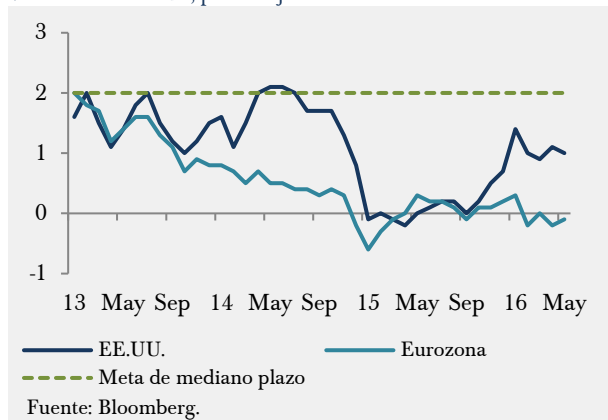
Gráfico I.5
Argentina: Producto Interno Bruto trimestral

Variación interanual, porcentaje



Gráfico I.6
Inflación en economías desarrolladas

Variación interanual, porcentaje



anterior (promedio febrero a abril), sin embargo, mayor al del mismo trimestre del año anterior (8,1%). Por otra parte, al 24 de junio, las expectativas de crecimiento, divulgadas por la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), se revisaron al alza, señalando una contracción de -3,4% para el 2016 y una expansión de 1,0% para el año 2017, por encima de las observadas cuatro semanas atrás (-3,8% y 0,55%). Si bien se ha observado algunas mejoras en algunos indicadores puntuales, el panorama económico continúa debilitado, que junto a un complicado escenario político, llevaron a que otra calificadora de riesgo (*Fitch*) redujera en el mes de mayo la calificación de los instrumentos de deuda soberana.

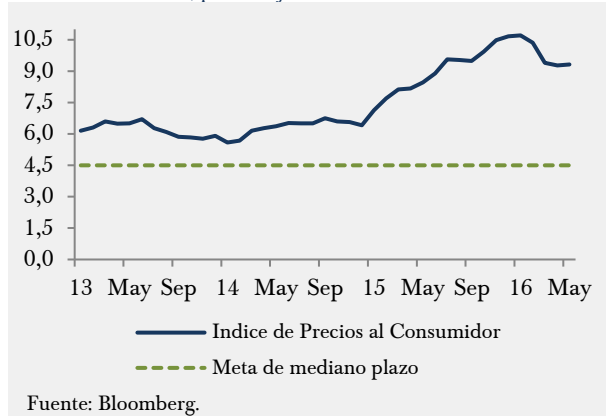
En Argentina, de acuerdo a estimaciones preliminares del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), el Producto Interno Bruto (PIB) tuvo un crecimiento interanual de 0,5% en el primer trimestre, por debajo de lo observado en el periodo anterior (2,2%) (gráfico I.5). Por otro lado, conforme al Estimador Mensual Industrial (EMI), en el mes de mayo, la actividad industrial se redujo en 4,3% con respecto al mismo mes del año 2015, mientras que, en términos acumulados mostró una caída de 3,0%. Dentro de este resultado se destacan las caídas en la industria del tabaco (-4,0%), en la de refinación de petróleo (-3,7%), en la de sustancias y productos químicos (-11,0%), así como en la industria automotriz (-8,6%).

Inflación y Política Monetaria

En las economías avanzadas se mantienen las bajas tasas de inflación, asociadas principalmente a las reducciones en los precios de energía. En Estados Unidos, el PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) de mayo mostró una variación interanual de 0,9%, mientras que la inflación núcleo, que excluye del PCE los componentes volátiles de alimentos y la energía, se mantuvo constante en 1,6%. Por su lado, la inflación medida por la variación del índice de precios al consumidor (IPC) fue 1,0% interanual en mayo, sin embargo, la inflación que excluye del IPC los precios de los alimentos y de la energía se ubicó en 2,2% interanual. Por otra parte, en la Eurozona, la inflación de mayo fue -0,1% interanual (-0,2 en abril), mientras que la inflación núcleo registro la tasa de 0,8% interanual, levemente mayor al 0,7% de abril (gráfico I.6).

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

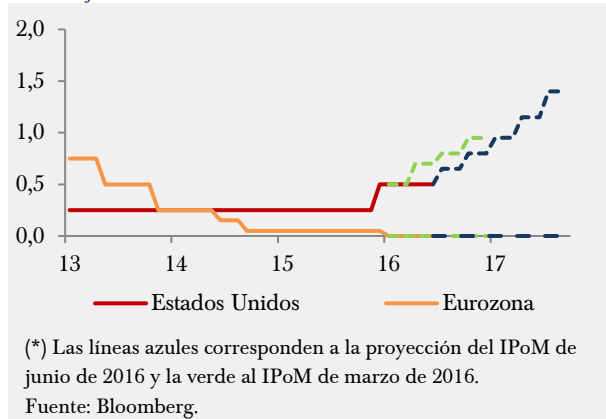
Variación interanual, porcentaje



En la región, la inflación de Brasil se mantuvo estable en mayo con 9,3% interanual (gráfico I.7). Respecto a las perspectivas de inflación, de acuerdo a la encuesta semanal Focus del Banco Central de Brasil (BCB), al 24 de junio se esperan tasas de inflación de 7,3% y 5,50% para los años 2016 y 2017 respectivamente. En su reunión de junio, el BCB no realizó cambios en la tasa SELIC, que se mantuvo en 14,25% anual.

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

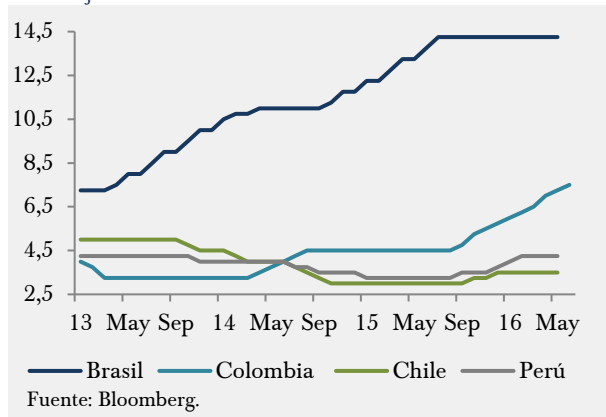
Porcentaje



En Argentina, el nuevo índice de precios publicado por el INDEC, mostró una inflación mensual de 4,2% en mayo. Por su parte, la inflación medida a partir de la variación del Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA), fue 44,4% interanual, por encima de lo registrado en abril (40,5%). De esta manera, las expectativas privadas de inflación se ubicaron en 37,9% para el 2016 y en 20,5% para el 2017. Como medida de política monetaria, en junio, el Banco Central de la República Argentina elevó los encajes sobre los depósitos y anunció iguales subas para el mes de julio.

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

Porcentaje



En la última reunión de junio, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo el rango objetivo de tasas de interés en 0,25% - 0,50%, nivel que se ha venido manteniendo desde diciembre del 2015. El reciente desempeño de la economía de Estados Unidos y las señales mixtas de recuperación mostradas sugieren movimientos graduales en las tasas de interés y su ajuste dependerá de la evolución de las condiciones económicas. En este punto cabe señalar que los resultados del *brexit*, redujeron las probabilidades de un cambio de la tasa de la Fed en el corto plazo. Por su parte, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia tras su última reunión de junio; quedando en -0,4% las tasas de facilidad de depósitos, en 0,00% las de operaciones de refinanciamiento y en 0,25% las de facilidad marginal de crédito (gráfico I.8). En lo que respecta a las medidas no convencionales, se continúa avanzando con el proceso de ejecución de las mismas, iniciado en abril con la expansión del programa de compra de activos. Así, de acuerdo a lo previsto, se prosiguió en junio con el programa de compra de bonos corporativos (CSPP) junto con la nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO II).

Con respecto a los demás países de la región, las tasas de referencia se mantuvieron o se incrementaron desde el

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

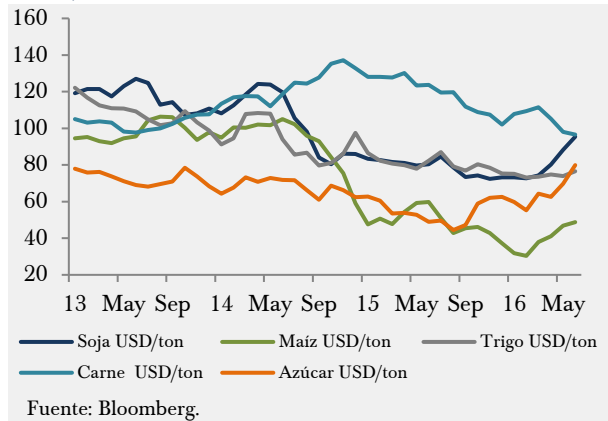


Gráfico I.11
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril

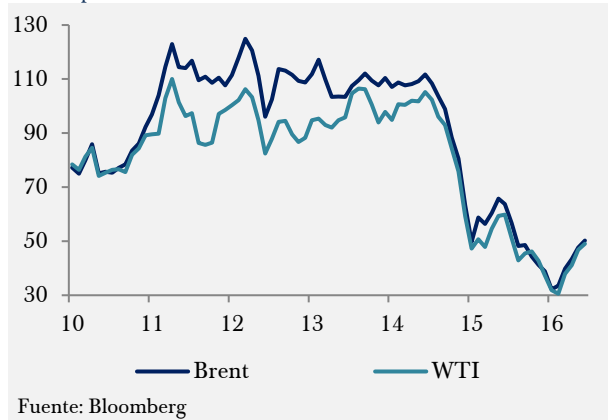


Gráfico I.12
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



último informe, dado el escenario más complejo que se enfrentan en términos de la inflación. Destaca el caso de Colombia, que desde finales del 2015 viene incrementando su tasa de política monetaria, ubicándose en el mes de junio en 7,5% anual (4,5% anual en setiembre de 2015). Asimismo, México incrementó su tasa de 3,75% a 4,25% anual en su reunión de junio. Por su parte, Chile y Perú mantuvieron sus tasas en este periodo (gráfico I.9).

Materias primas

Los principales commodities no energéticos presentaron mayores niveles de precios a los observados en el informe anterior, con excepción de la carne, cuyos niveles en promedio son los más bajos desde julio del 2012 (gráfico I.10).

Los precios internacionales de la soja registraron un incremento de 28,5% en el mes de junio con respecto a la cifra presentada en el IPoM de marzo, a la vez que se encontraron 18,5% por encima de los niveles a junio del año anterior. Este comportamiento en los precios se explicó, en gran medida, por problemas observados con las cosechas en Argentina y Brasil, así como por una disminución en las proyecciones de las cosechas de Estados Unidos para el 2016 y 2017.

Asimismo, los precios de los cereales se incrementaron en 28,6% para el maíz y 4,0% para el trigo con respecto a lo obtenido en el mes de marzo, sin embargo, registraron un deterioro interanual de 18,3% y 7,1% respectivamente.

Los precios del azúcar se ubicaron 24,1% por encima de los presentados en el último informe y 63,3% superior a los del mes de junio del año anterior. Este comportamiento responde a una baja en las proyecciones de producción en India y Brasil.

Por otra parte, los precios de la carne bovina se deterioraron en 13,4% en relación al mes de marzo y 21,9% respecto al mismo periodo del 2015.

Para el segundo semestre del año se mantendría la tendencia ascendente de los precios internacionales del petróleo, que se daría principalmente por reducciones en los inventarios y en la producción de Estados Unidos, como así también a cortes de producción en Canadá y Nigeria (principal

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



productor africano). El precio de Brent se ha incrementado en 26,1% mientras que el WTI en 29,2% en comparación al último informe (gráfico I.11)

Mercados financieros internacionales

En relación a los mercados bursátiles, los principales índices de Estados Unidos presentaron un trimestre de alta volatilidad, debido a las fluctuaciones de los precios del petróleo y cambios en las expectativas acerca de ajustes en las tasas de interés de la Fed. Durante los días inmediatamente posteriores al resultado del referéndum acerca de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) las bolsas registraron importantes pérdidas, no obstante, en las semanas siguientes fueron normalizándose nuevamente la mayoría de ellas.

Los rendimientos de los bonos del tesoro de EE.UU a 10 y 30 años se mantuvieron con la tendencia descendente, presentada desde comienzos de año. A finales de abril, existió un leve repunte en anticipación a los anuncios de la Fed sobre el mejoramiento de las condiciones financieras y expectativas optimistas sobre un eventual aumento de las tasas de interés. Sin embargo, un incremento en la demanda de bonos, asociado a indicadores desfavorables en el mercado laboral en junio, mantuvo el comportamiento a la baja de los rendimientos. Además, dada la salida del Reino Unido de la Unión Europea, estos rendimientos se redujeron aún más, motivadas por la decisión de los inversores de resguardarse en activos más seguros. De esta forma, los rendimientos hacia finales del segundo trimestre de 2016 se ubicaron en 1,57% y 2,42 para los bonos de 10 años y de 30 años respectivamente, por debajo de los registradas en el trimestre anterior (gráfico I.12).

En lo que se refiere al dólar americano, este se ha mantenido volátil durante el segundo trimestre del año. Este comportamiento se explica principalmente por los datos cambiantes acerca del fortalecimiento de la economía de Estados Unidos y la postura cautelosa de la Fed sobre los aumentos de la tasa de fondos federales. Sin embargo, la salida del Reino Unido de la Unión Europea a finales de junio ha fortalecido la moneda norteamericana con respecto a las monedas de sus principales socios comerciales (gráfico I.13).

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM

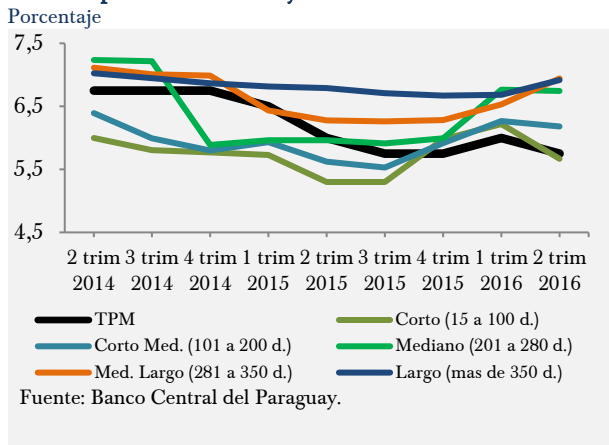


Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

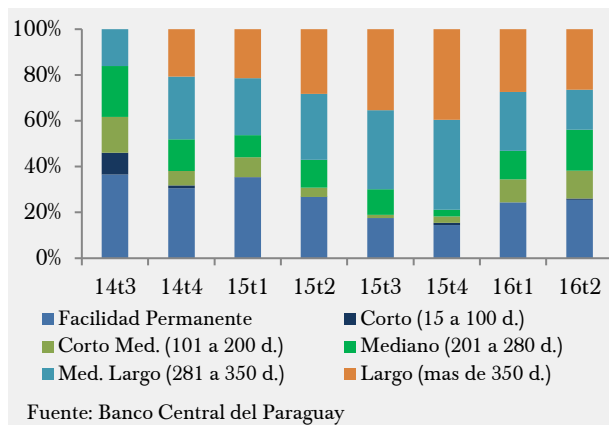
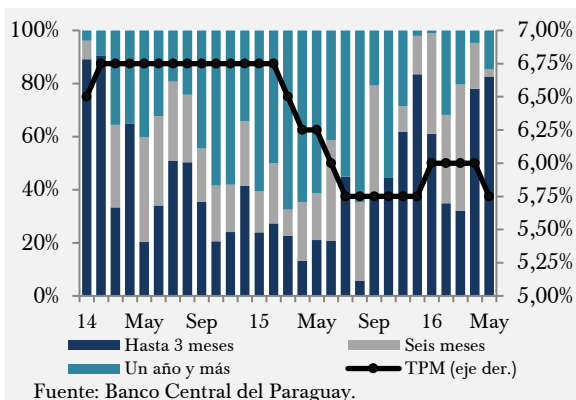


Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos



Política Monetaria

A partir de la publicación del último IPoM, el escenario externo se ha mantenido complejo con pocas señales positivas en el ritmo de recuperación de las economías avanzadas. Igualmente, persiste la incertidumbre respecto de la velocidad de ajuste de tasas por parte de la Fed, lo que ha generado cierta volatilidad en los mercados financieros que se acentuó con la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

En el plano doméstico, la inflación total mostró un comportamiento a la baja debido principalmente a la reversión de algunos precios volátiles de la canasta. Asimismo, las distintas medidas de tendencia de la inflación continuaban desacelerándose. Este escenario, juntamente con las menores presiones provenientes del ámbito externo modificaron el balance de riesgos para la inflación. Por ello, en mayo, el Comité señaló que era oportuno adoptar un perfil de política monetaria más expansivo, por lo que decidió reducir la TPM en 25 pb a 5,75% anual.

Teniendo en cuenta la trayectoria de la inflación y las expectativas se mantenían en línea con la meta en el mediano plazo, en el mes de junio, el Comité decidió mantener la TPM en 5,75% anual.

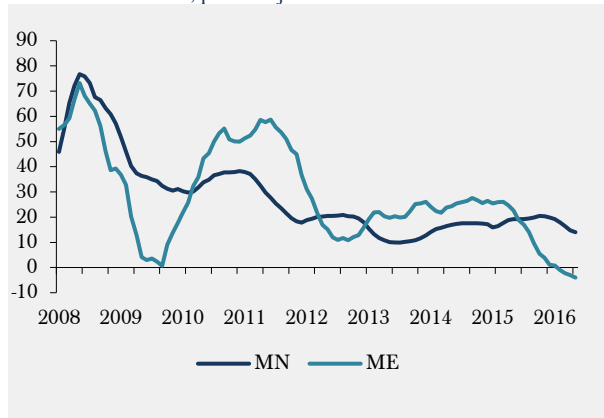
Instrumentos de Regulación Monetaria

En comparación a lo observado en el primer trimestre, las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) han vuelto a mostrar una inclinación hacia los de corto plazo en el segundo trimestre. Así, las colocaciones de mediano-largo y largo plazo que juntos representaban el 53% del total en el primer trimestre del año, se redujeron al 44% en el segundo trimestre, incrementándose las participaciones de los instrumentos de plazos entre 101 a 280 días, los cuales mostraron en este periodo una participación del 30% (gráfico II.2).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en los meses de abril y mayo las entidades financieras mostraron una mayor demanda por títulos de más corto plazo (hasta 3 meses), disminuyendo el apetito por

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



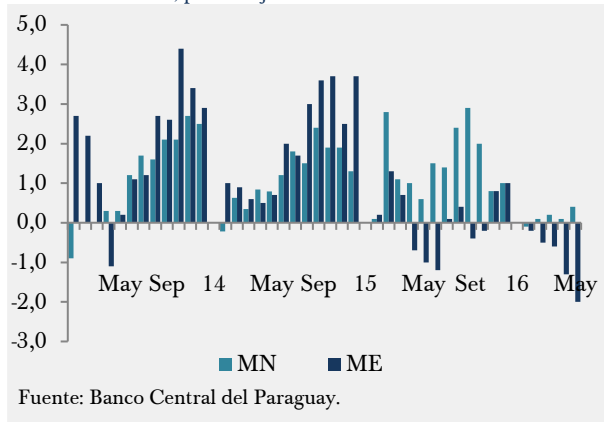
los instrumentos con plazo de hasta 6 meses y de 1 año y más (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Los créditos bancarios en moneda nacional (MN) continúan expandiéndose a una tasa importante, a pesar de la desaceleración mostrada en los últimos meses, mientras que los denominados en moneda extranjera han venido contrayéndose a un mayor ritmo. En mayo, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 13,6%, por debajo del 15,8% registrada al cierre del último informe (IPoM de marzo). Por otra parte, los créditos en moneda extranjera mostraron una reducción de 4,0% interanual (gráfico II.4).

Gráfico II.5
Créditos en MN y ME

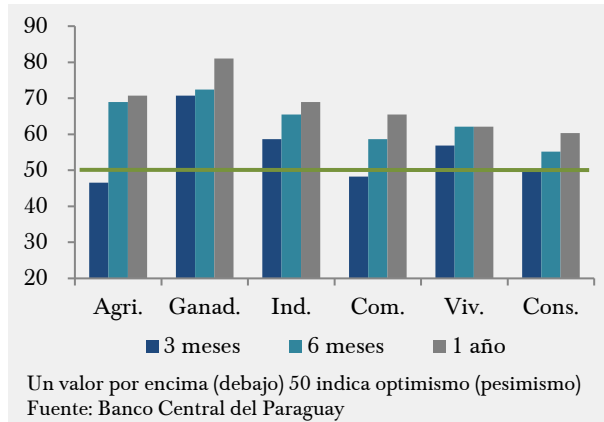
Variación mensual, porcentaje



La nueva contracción de los créditos en moneda extranjera se debió principalmente a la caída observada en los créditos para casi todos los sectores, salvo para ganadería y servicios donde aún se mantienen en tasas positivas.

Con relación al destino de los créditos en moneda nacional, el comercio, la ganadería y familia continúan siendo los principales receptores con un 69% de participación. En cuanto a los concedidos en moneda extranjera (ME), la agricultura, la ganadería, el comercio y la industria siguen siendo los principales destinos, con 87,0% de participación.

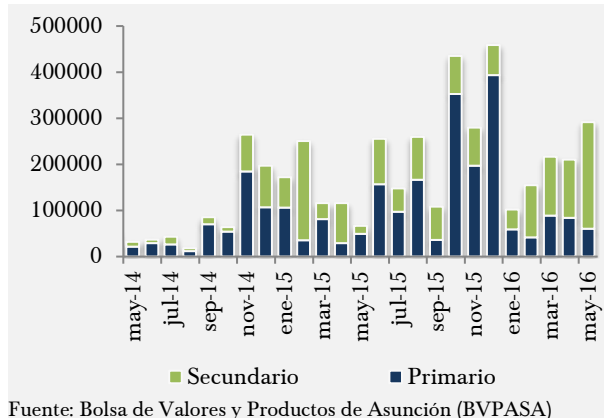
Gráfico II.6
Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



Al inicio del año las condiciones para la concesión de créditos se han vuelto más favorables. Así, a marzo de 2016, el 38% de las entidades encuestadas respondió que la coyuntura actual es óptima para el otorgamiento de créditos, porcentaje superior al correspondiente al cuarto trimestre de 2015 (24%).

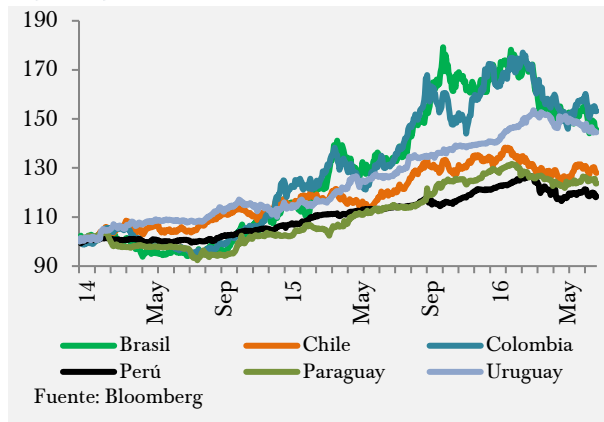
Con relación a las expectativas sobre la concesión de créditos para los próximos tres meses, el 26% de los encuestados respondió que el crédito aumentará, ubicándose por debajo de lo observado en la encuesta del tercer y cuarto trimestre de 2015 (45% y 34%), asimismo, el 15% de los encuestados respondió que el crédito disminuirá y el 59% que se mantendrá. Por su parte, los indicadores de difusión de créditos por sectores para tres, seis y doce meses siguen ubicándose en niveles optimistas, excepto para los créditos destinados a la agricultura y al comercio de tres meses (gráfico II.6).

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



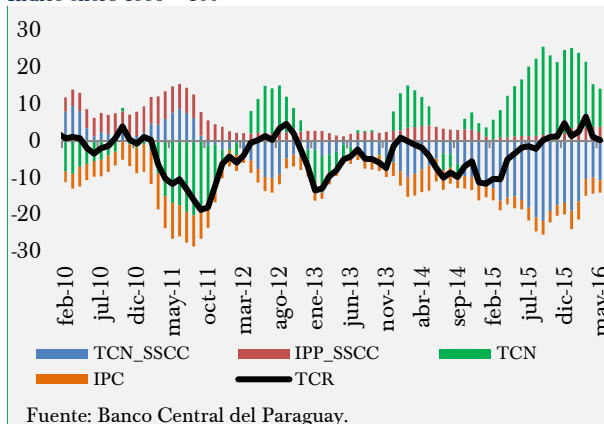
Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA)

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



Fuente: Bloomberg

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



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Mercado bursátil

El total de transacciones en la bolsa de valores se ha incrementado en torno a 335% en mayo con respecto a lo observado en el mismo periodo del 2015. Este resultado se explicó tanto por el aumento de las operaciones en el mercado primario (21%) como en el secundario (1.238%). Del total negociado, el 21% correspondió a transacciones en el mercado primario, muy por debajo de la participación observada en el mes de mayo del año anterior (74%) (gráfico II.7).

En la bolsa de valores, las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en mayo, los bonos subordinados representaron 71,9%, los bonos 20,2%, los bonos financieros 5,1%, los títulos de crédito 0,2% y las acciones 2,6%.

En mayo la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 10,8% para las operaciones en moneda nacional y 6,8% para aquellas en moneda extranjera (10,3% y 7,4% en mayo de 2015, respectivamente).

Tipo de cambio

Conjuntamente con las principales monedas de la región, el guaraní ha venido apreciándose en los últimos meses con respecto al dólar. De esta forma se acumuló una apreciación de 1,2% a mayo, respecto a lo registrado a fines de diciembre de 2015. Asimismo, el real brasileño ha mostrado una apreciación acumulada del 8,8%, tendencia que siguieron el peso chileno (2,4%), el peso colombiano (2,7%) y el sol peruano (1,1%), mientras que el peso uruguayo registró una depreciación de 3,0% (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) mostró una depreciación de 2,8% entre mayo y febrero de 2016, explicada básicamente por la mayor apreciación de las monedas de los socios comerciales, con respecto al dólar. (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

Sectores	Pond. 2015	2015				2016
		I	II	III	IV	I
Agricultura	18,9	7,7	5,4	7,0	4,8	3,2
Ganadería, forestal y pesca	6,5	7,9	-0,7	-0,6	-2,8	-0,8
Industria y minería	10,6	10,1	2,0	1,5	-2,6	-3,6
Electricidad y agua	10,7	-1,6	-4,7	4,9	8,2	11,8
Construcción	3,7	15,5	4,8	1,5	-1,6	2,7
Servicios	43,3	6,8	3,8	1,3	-0,1	-0,4
Impuestos a los productos	6,3	2,8	2,0	1,7	-1,3	-0,6
PIB Total	100,0	6,5	2,6	2,4	1,1	1,5
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	72,2	7,4	3,2	1,2	-0,9	-0,6

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje

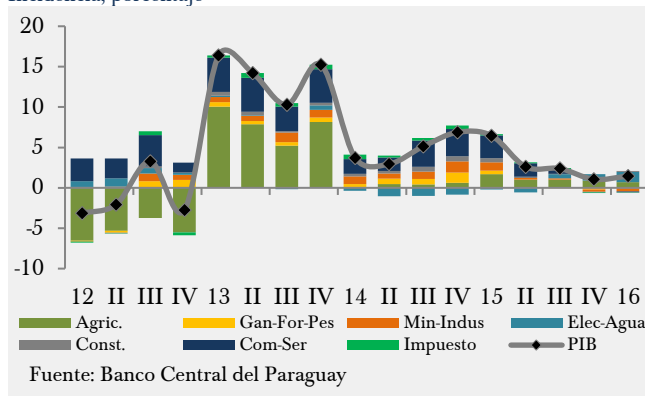


Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

En el primer trimestre del 2016, la actividad económica continuó con un dinamismo moderado, sustentada fundamentalmente por el desempeño de la agricultura y la producción de energía eléctrica y en menor medida por las construcciones. En este periodo, el PIB registró un crecimiento interanual de 1,5%, superior a la tasa observada en el último trimestre del 2015 (1,1%).

El sector agrícola presentó una expansión interanual del 3,2%, resultado favorable que se debe principalmente a la mayor producción de soja. Además, otros cultivos como el maíz y el tabaco continúan con los buenos volúmenes de producción y se estima podrían superar los niveles de crecimiento del año anterior (tabla III.1).

El sector ganadería, forestal y pesca verificó una contracción interanual de 0,8% (cuarto trimestre consecutivo) explicada por el menor volumen de faenamiento de ganado bovino para la exportación, sobre todo lo destinado al mercado ruso. En cambio, la producción de otros productos pecuarios presentó un buen desempeño en el trimestre.

Por su parte, el sector de electricidad y agua (que incluye la generación de electricidad de las binacionales) presentó una importante expansión interanual de 11,8%. Las perspectivas para el sector siguen siendo auspiciosas considerando el caudal hídrico adecuado del río Paraná y las excelentes condiciones técnicas y de operación de las centrales hidroeléctricas.

El sector manufacturero registró una caída interanual de 3,6%, explicado por el frágil desempeño de las principales ramas industriales. La producción de carne, textiles, minerales no metálicos, aceites, metálicos, azúcar, cueros y calzados registraron resultados negativos en el primer trimestre del 2016. Estos resultados fueron atenuados, en parte, por el comportamiento positivo de las industrias de bebidas y tabaco, químicos, lácteos, molinería y panadería.

Considerando los indicadores más adelantados, se observa una recuperación del sector cárnico en el segundo trimestre, dada la importante demanda proveniente del mercado

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

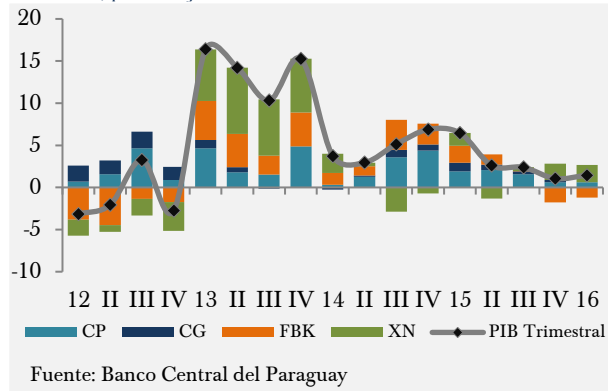


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

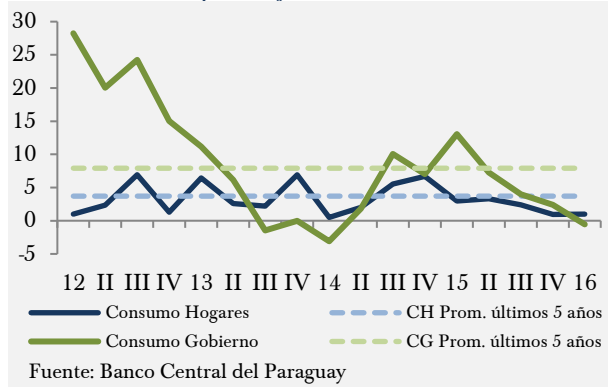
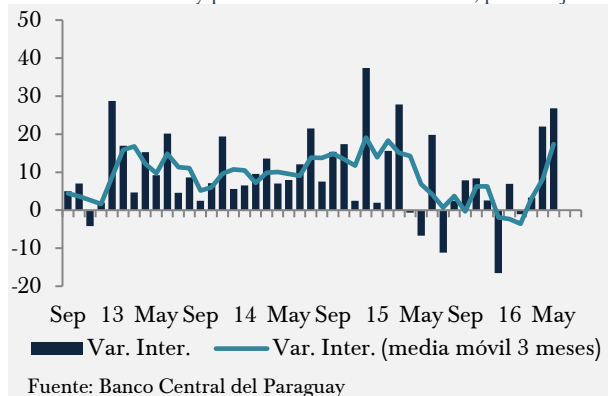


Gráfico III.4
Indicador del sector construcción
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



chileno y a una mayor diversificación de los mercados. Esto a su vez, afectaría positivamente los resultados del sector industrial.

El sector de la construcción registró un incremento en términos interanuales de 2,7%, impulsado por los importantes emprendimientos del sector privado como los edificios corporativos, departamentos, centros comerciales y hoteles. En cuanto a la inversión pública se espera un mayor dinamismo en los próximos trimestres, lo que podría dar un mayor impulso al sector.

A su vez, el sector de los servicios ha mostrado una leve caída interanual de 0,4%. La retracción del sector sigue siendo explicada fundamentalmente por la caída de la actividad comercial, afectada en parte, por la reducción de las ventas en las ciudades fronterizas con Brasil. Asimismo, los servicios gubernamentales, comunicaciones, hoteles y restaurantes mostraron también resultados negativos en el primer trimestre del 2016. No obstante, otras ramas dentro del sector servicios registraron una contribución positiva (servicios a las empresas, los hogares, financieros y transporte).

Desde la perspectiva del gasto, el impulso positivo al PIB provino de las exportaciones netas, mientras tanto se ha observado una leve caída en la demanda interna (-0,7% interanual), afectada fundamentalmente por la reducción de la inversión.

Entre los principales componentes de la demanda interna, se ha registrado un aumento de 0,8% en el consumo total y una contracción de 6,5% en la formación bruta de capital, ambos en términos interanuales.

Dentro del consumo, el público mostró una ligera retracción interanual de 0,6%, mientras que el privado registró un incremento interanual de 1,0%, moderándose respecto al 2015.

La caída reflejada en la inversión obedece fundamentalmente a la reducción en las inversiones en maquinarias y equipos por parte del sector privado.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios han mostrado una caída interanual de 2,6%, mientras que las importaciones presentaron una

Gráfico III.5
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

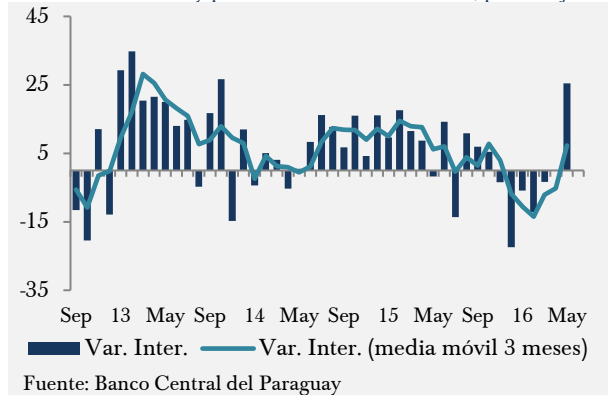


Gráfico III.6
Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

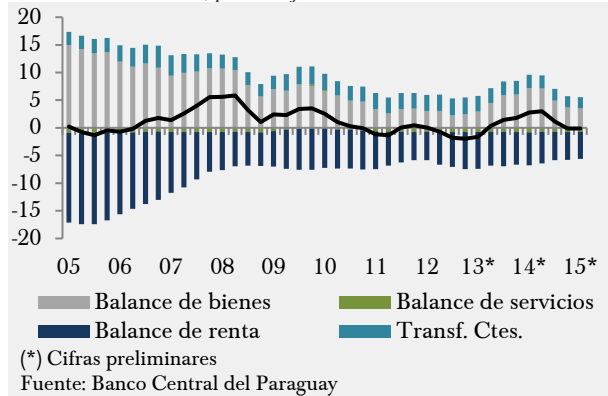


Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2014*	2015 *	2016 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	-127,0	-462,0	-217,1
Balanza Comercial	1.026,0	610,1	755,0
Exportaciones	13.105,2	10.926,9	10.834,4
Importaciones	-12.079,2	-10.316,8	-10.079,4
Servicios	-222,3	-244,9	-253,5
Renta	-1.536,9	-1.499,4	-1.424,4
Transferencia Corriente	606,2	672,2	705,8
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	-0,4	-1,7	-0,8

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

disminución interanual de 7,7%. Con estos resultados, las exportaciones netas verificaron un crecimiento interanual de 16,9%. Así, la demanda externa neta fue el componente con mayor contribución al crecimiento del PIB en el primer trimestre, con una incidencia de 2,0 puntos porcentuales (p.p.). Por otro lado, la demanda interna incidió negativamente con 0,6 puntos porcentuales (contribución de 0,6 p.p. del consumo total y de -1,2 p.p. de la formación bruta de capital).

Conforme a indicadores de corto plazo, la actividad agregada muestra una expansión importante en el segundo trimestre, con la recuperación de algunos sectores que registraron un débil desempeño en el primer trimestre. Así también, los indicadores de inversión han mostrado crecimiento importante en el margen (gráficos III.4 y III.5).

Cuenta Corriente

La estimación del saldo de cuenta corriente para el año 2015 fue revisada al alza con respecto al IPoM anterior, principalmente por un ajuste positivo de las partidas de renta y de transferencias, en tanto que el saldo de la balanza comercial se mantuvo sin cambios. Con esto, el déficit en cuenta corriente se ubicó en USD 462,0 millones (1,7% del PIB), menor a los USD 493,2 millones (1,8% del PIB) estimados en el informe de marzo (tabla III.3).

Asimismo, la proyección del saldo de cuenta corriente para el 2016 fue corregida al alza en este informe, teniendo en cuenta los datos observados y las nuevas informaciones respecto del desempeño más probable de la economía doméstica en el segundo semestre. Los principales cambios se dieron en los componentes de la balanza comercial, cuyo saldo se situó en USD 755 millones (USD 639 millones en el IPoM anterior).

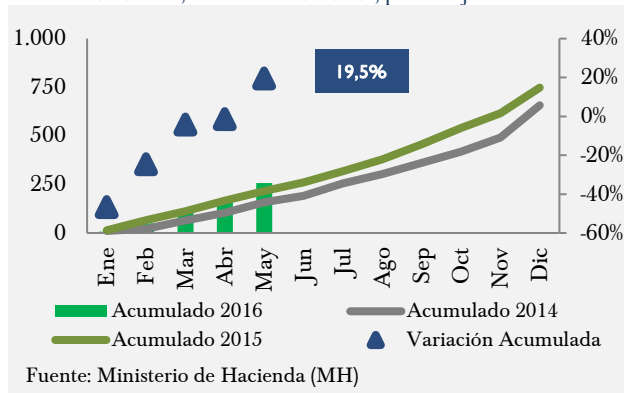
En el caso de las exportaciones, las mismas han sido revisadas al alza, teniendo en cuenta: i) la mejora en las estimaciones del rendimiento de la soja, lo que incrementa también el margen exportable del producto, ii) el incremento de los precios de los *commodities*, iii) la mejor perspectiva en cuanto a las exportaciones de carne, iv) menor caída prevista para las reexportaciones (en línea con la mejora de las perspectivas de la economía brasileña) y v) el ajuste al alza en los valores estimados de exportación de energía eléctrica.

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

	Mayo 2015	Mayo 2016	Variación (%)
Ingreso total recaudado	10.532	11.107	5,5%
Ingresos tributarios	7.459	7.902	5,9%
Otros ingresos	3.073	3.205	4,3%
Gasto total obligado	9.494	10.219	7,6%
Remuneración a los empleados	4.996	5.000	0,1%
Uso de bienes y Servicios	871	987	13,3%
Prestaciones Sociales	1.463	1.566	7,1%
Otros Gastos	2.164	2.666	23,2%
Adquisición Neta de Activos No Financieros	1.081	1.292	19,5%
Balance Operativo	1.038	888	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	-43	-404	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.7
Inversión física de la Administración Central
Millones de dólares, variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Las previsiones sobre las importaciones también fueron corregidas al alza en este informe. En línea con lo mencionado respecto a las reexportaciones, se espera una menor caída de los niveles de las importaciones bajo el régimen de turismo. Asimismo, se prevé un mejor resultado en cuanto a las importaciones para uso interno, consistente con el dinamismo previsto de la actividad económica local. El incremento de los precios del petróleo es otro factor considerado en la revisión al alza en el valor de las importaciones.

Teniendo en cuenta estas revisiones, la estimación actual del déficit en cuenta corriente para el año 2016 se ubica en USD 217,1 millones (-0,8% del PIB), menor a lo previsto en marzo (-1,4% del PIB).

Finanzas públicas

Con respecto a las cuentas fiscales, se ha observado una mejora en el crecimiento de los ingresos más ligados a la evolución de la actividad económica (tributarios). Asimismo, se está verificando una mejora en la calidad del gasto.

Al mes de mayo, los ingresos tributarios crecieron 5,9% con respecto al mismo periodo del 2015, superior a la tasa acumulada observada a febrero (4,7%). Por su parte, la recaudación total de la Administración Central se ubicó en 11,1 billones de guaraníes, que representa un incremento acumulado de 5,5% con respecto al mismo periodo del año anterior.

En cuanto al gasto total obligado, se observa un incremento de 7,6% con respecto al acumulado a mayo de 2015, explicado principalmente por el incremento de las partidas de donaciones a otras unidades del gobierno general, intereses de la deuda externa y uso de bienes y servicios.

Por su parte, el gasto en remuneración a empleados creció en torno a 0,1% a mayo, similar a la observada en febrero, pero muy inferior al crecimiento promedio observado en los últimos 12 años (14,3%).

En el mismo periodo, la Adquisición Neta de Activos no Financieros registró un crecimiento acumulado de 19,5%, muy superior a lo observado hasta el mes de febrero (-24,7%) (gráfico III.7).

Gráfico III. 8
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

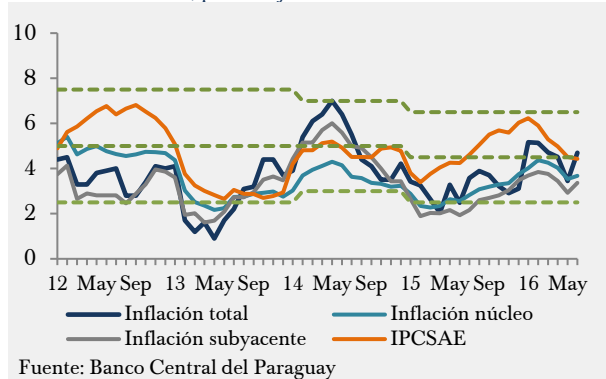


Gráfico III.9
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

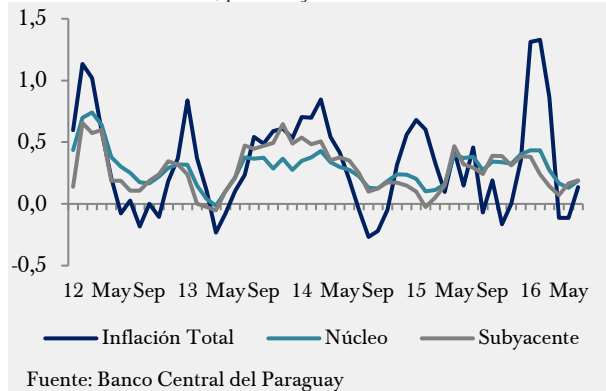
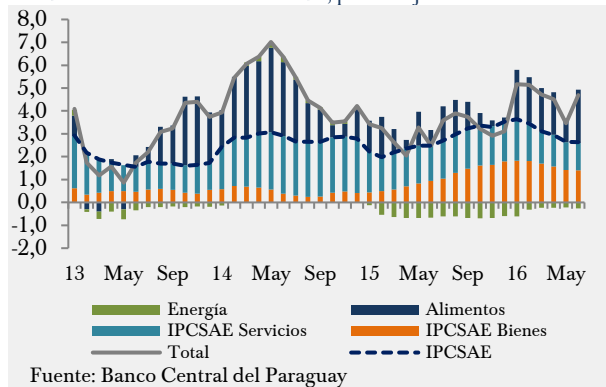


Gráfico III.10
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Dado lo anterior, el déficit fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central se situó en 0,4 billones de guaraníes, explicada, en parte, por la mayor inversión pública.

Evolución de los precios

En el segundo trimestre, tanto la inflación total como sus distintas medidas de tendencia se redujeron con relación a lo observado en el IPoM de marzo.

Con respecto a la inflación total, la menor tasa se explicó en gran medida por el menor incremento de los precios de los alimentos. Entre marzo y junio, la inflación total acumulada se situó en 0,4%, muy por debajo del 2,6% registrado en el trimestre anterior. En el primer periodo, el índice del rubro de alimentos se incrementó 7,3% (incidencia de 2,4 p.p.), explicado en gran parte por el significativo aumento de los precios de los productos frutihortícolas del mes de enero. Por su parte, en el segundo trimestre, el aumento de precios se ubicó en 0,4% (incidencia de 0,1 p.p.)

Asimismo, en términos interanuales, el promedio de la inflación total en el segundo trimestre (4,2%) se ubicó por debajo de lo registrado en el primer cuarto (5%), aunque mayor al promedio observado en el segundo trimestre del año pasado (2,6%) (gráfico III.8).

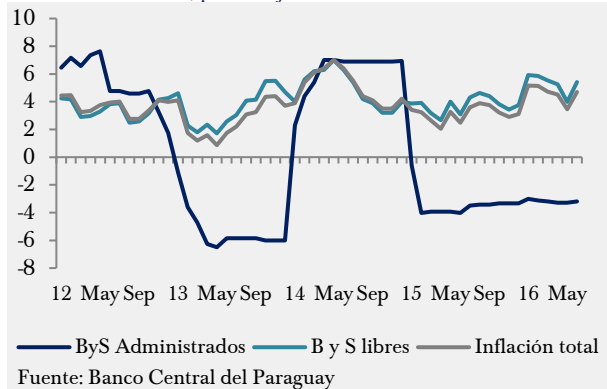
Las distintas medidas de tendencia de la inflación también disminuyeron. En el segundo trimestre del 2016, la inflación núcleo, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,8%, 3,2% y 4,2%, por debajo de las registradas en el segundo trimestre del año 2016 (4,2%, 3,8% y 4,9%, respectivamente) (gráfico III.8).

Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió en el segundo trimestre del año una tasa de 0,1%, por debajo de la observada entre enero y marzo (0,9%), y también menor a la registrada en el último trimestre del año 2015 (0,4%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre abril y junio, tasas mensuales de 0,2% y 0,2%, respectivamente, en tanto las registradas entre enero y marzo de 2016 fue de 0,3% y 0,1%, respectivamente (gráfico III.9).

Gráfico III.11

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje

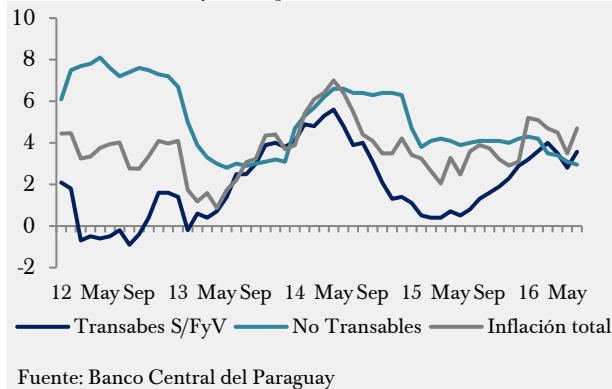


Por su parte, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual de 4,6%, menor al promedio registrado en el último IPoM (5,8%), en línea con la evolución de la inflación total en el periodo de referencia. Este comportamiento está explicado por la disminución observada en el IPCSAE bienes que en el trimestre finalizado en junio registró una variación interanual de 6,1%, menor al 7,5% registrado en el trimestre anterior. En ese sentido, se destaca la reducción de precios de algunos bienes alimenticios, y la disminución de precios de aquellos bienes relacionados con la evolución del tipo de cambio (gráfico III.10).

Gráfico III.12

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



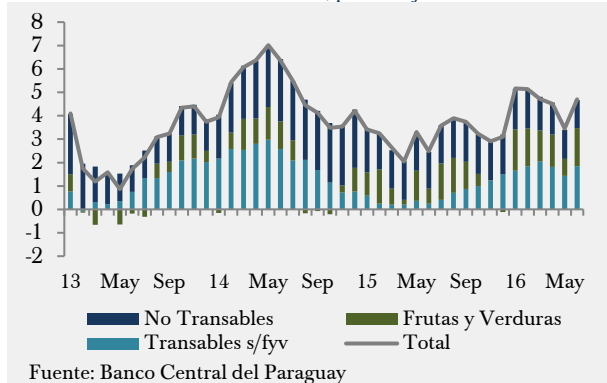
El resultado inflacionario del segundo trimestre del año 2016 estuvo caracterizado por leves incrementos en los precios de los alimentos, bienes diversos, servicios y renta, acompañado por disminuciones de precios de los combustibles y bienes duraderos.

En el rubro alimentos se registraron subas de precios en harinas y productos panificados. A su vez, se destacan los incrementos de precios observados en aceites, mantecas, productos lácteos, huevos y azúcar. Al mismo tiempo sobresalen los incrementos de precios de los artículos de higiene para el hogar y productos de cuidado personal. Por otra parte, se subrayan las reducciones de precios registradas en los cortes de carne vacuna y de cerdo.

Gráfico III.13

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



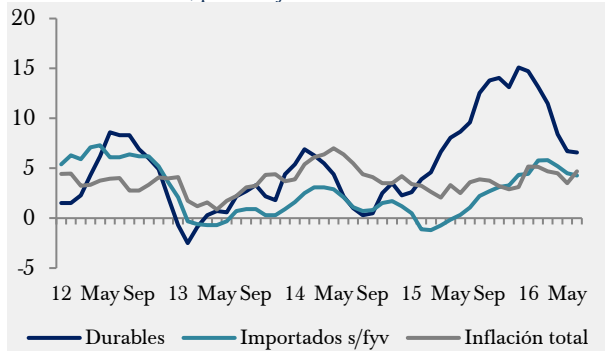
Por su parte, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -3,3%, levemente inferior a la observada entre los meses de enero y marzo (-3,1%). En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 4,9% (5,8% en el primer trimestre del 2016) (gráfico III.11).

En cuanto a los bienes no transables, se destacan los incrementos de precios en alquileres, servicio doméstico, gastos de salud, entrada a espectáculos (gráfico III.12) (gráfico III.13).

Igualmente, en el trimestre abril – junio la inflación de los bienes duraderos mostró una caída, especialmente en aquellos de origen importado, cuyo comportamiento está estrechamente relacionado con la apreciación del tipo de cambio (gráfico III.14).

Gráfico III.14

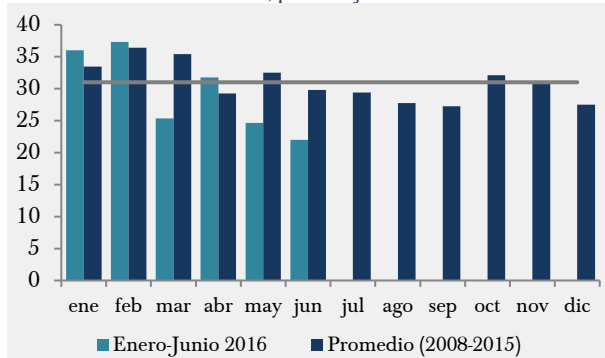
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III. 15

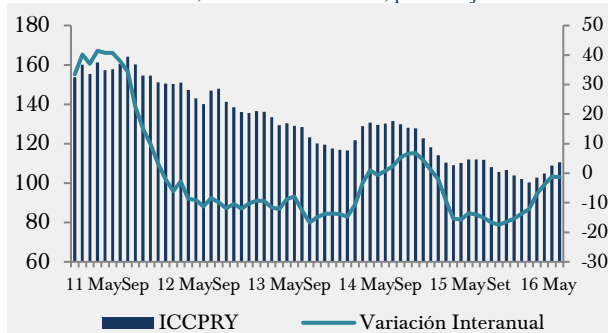
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,375)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III. 16

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



(*) Calculado a partir de los precios en dólares

Fuente: Banco Central del Paraguay

Por otra parte, los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico siguen por debajo de los observados en el 2015 (-6,7% en términos interanuales en junio). Se destacan las reducciones de los precios de las naftas, el gas carburante y gas licuado de uso doméstico.

En el segundo trimestre las variaciones de precios estuvieron más concentradas que en el primer trimestre. La proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual) promedió 26,1%, menor al verificado en el trimestre anterior (32,9%) y al promedio histórico (29,8%) (gráfico III.15).

Respecto del Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), el mismo ha venido incrementándose en los últimos meses, si bien en términos interanuales sigue por debajo de lo registrado en el 2015. Entre mayo y marzo la variación fue 5,4%, explicada principalmente por el incremento de precios del maíz, el arroz, azúcar, aceite y petróleo (gráfico III.16).

De acuerdo a los resultados de la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de junio, las expectativas de inflación de los agentes económicos siguen ancladas a la meta de 4,5% para el horizonte de política monetaria (18 a 24 meses).

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

Para el resto de países y regiones el crecimiento resulta de un promedio entre datos de Bloomberg, Consensus Forecast y Perspectivas de Crecimiento Mundial del FMI a abril de 2016.

Escenario base de proyección

Desde el último informe, la economía global siguió mostrando un frágil desempeño y con riesgos predominantemente a la baja. Así, las perspectivas de crecimiento mundial para 2016 y 2017 se han ubicado en 2,4% y 2,8%, respectivamente, levemente por debajo de las previstas en marzo pasado (2,5% y 2,9%).

En Estados Unidos se prevé un menor dinamismo para el 2016, con una variación del PIB de 2,0% (2,3% en el informe anterior), mientras que para el 2017 se mantiene en 2,4%. Asimismo, la Eurozona crecería 1,5% anual en el 2016, menor al 1,6% proyectado en marzo, mientras que para el 2017 se mantiene la misma tasa (1,6%).

Con respecto a las economías emergentes, China ha mostrado una mejora en sus proyecciones, ubicándose en 6,5% y 6,3% para el 2016 y 2017, respectivamente, una décima por encima de las presentadas en el IPoM de marzo.

En la región, Brasil mostró algunas señales positivas y una mejora reciente en sus estimaciones de crecimiento. No obstante, con respecto al IPoM anterior siguen por debajo. Para 2016 se espera una variación de -3,7% y 0,5% para el siguiente año, respectivamente (-3,5% y 0,5% en marzo) (tabla IV.1). Con estos datos, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios comerciales y de los socios Mercosur también se revisaron a la baja (tabla IV.1).

Con respecto al nivel de precios, en Estados Unidos se prevé una inflación de 1,3% para el 2016, manteniéndose la misma proyección presentada en el informe de marzo, mientras que para el 2017 se espera una inflación de 2,3%, una décima por encima de la de marzo. Por otro lado, en la Eurozona las proyecciones de inflación para el presente año, así como para el 2017 fueron revisadas a la baja en una décima, situándose en 0,2% y 1,3% respectivamente.

En la región, para Brasil se espera menores tasas de inflación respecto a marzo. Al cierre del 2016, la inflación se ubicaría en 7,1% (7,3% en marzo) y en 5,4% para el 2017 (5,7% en marzo). Para Argentina, las proyecciones de inflación se ubican en 37,9% y 20,5%, respectivamente.

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

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	4,7	3,6	0,9
Agricultura	6,2	3,1	0,6
Ganadería	-1,0	5,0	0,3
Otros Primarios	7,3	4,8	0,1
Sector Secundario	2,4	6,4	1,6
Manufactura	2,6	2,2	0,2
Construcción	4,4	8,0	0,3
Electricidad y Agua	1,6	9,9	1,1
Sector Terciario	2,8	1,9	0,8
Gobierno General	5,5	1,5	0,1
Comercio	0,2	0,0	0,0
Comunicaciones	-0,2	-2,5	-0,1
Otros Servicios ³	4,7	4,9	0,8
Impuestos	1,2	3,0	0,2
PIB a precios de mercado	3,1	3,5	3,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,6	2,7	

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

En cuanto a los bonos del tesoro de Estados Unidos, los rendimientos a tres meses se ubicarían en 0,7% para el cuarto trimestre de 2016, mientras que para el mismo periodo del 2017 alcanzarían la tasa de 1,6%, siendo, en ambos periodos, inferiores a los presentados en el informe de marzo. Este comportamiento está en línea con las menores probabilidades de ajuste de la tasa de la Fed.

En el contexto doméstico, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica observada recientemente, el crecimiento del PIB para el 2016 se ajustó al alza, de 3% a 3,5%.

Esta revisión se explica principalmente por ajustes positivos en el sector primario (ganadería) y secundario (construcciones, producción de energía eléctrica e industria manufacturera).

Por su parte, el crecimiento del sector terciario fue ajustado a la baja, por la revisión de comunicaciones y gobierno general, en tanto que para comercio se prevé un mejor resultado respecto de lo estimado inicialmente.

Por el lado del gasto, la revisión se explica por una corrección al alza en el consumo privado y en las exportaciones netas, en tanto que las estimaciones del consumo público y de la inversión fueron corregidas a la baja, en este último caso, específicamente la relacionada a las adquisiciones de maquinarias y equipos (tabla IV.3).

Conforme a los indicadores de corto plazo, las perspectivas para el segundo semestre siguen siendo favorables para la actividad económica.

Con respecto a los precios, la trayectoria más probable de la inflación indica que a finales de año la misma cerrará en torno al 3,8%, por debajo de lo señalado en el informe de marzo (tabla IV.4). Este cambio se explica principalmente, por un lado, por la importante reversión de precios de algunos productos volátiles de la canasta hacia sus valores promedios históricos, tal como se había indicado en las minutas de reuniones previas. Por otra parte, en el primer trimestre del año, las expectativas de depreciación del guaraní respecto al dólar permanecían elevadas, debido en

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

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

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

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2018.

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje

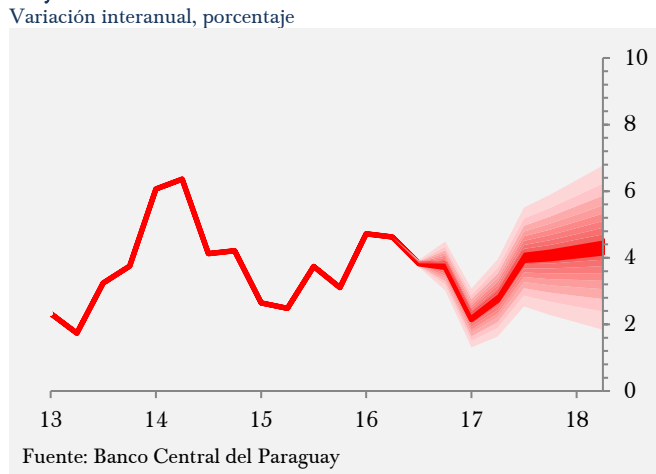
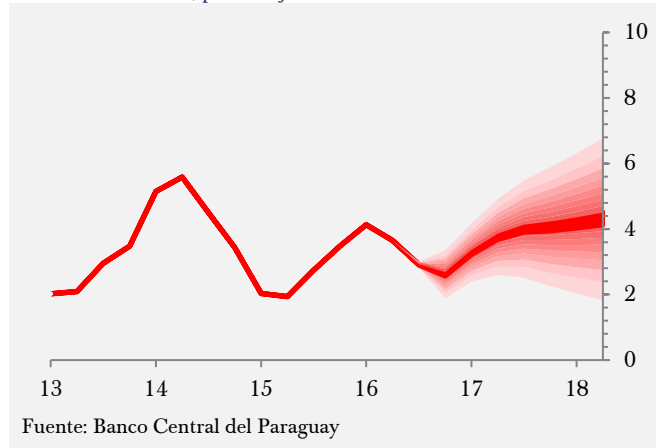


Gráfico IV.2
Proyección de inflación subyacente
Variación interanual, porcentaje



parte, a las mayores probabilidades de un ajuste de la tasa por parte de la Fed durante este año. En el actual escenario, el panorama se ha revertido de manera importante, ya que se espera la postergación del ajuste recién para el próximo año. Este hecho ha llevado a que las presiones del entorno internacional sobre los precios internos se hayan atenuado de manera importante, lo que se refleja en la variación de precios de los bienes importados y en las proyecciones de la inflación subyacente, menores a las de marzo. En adelante, las medidas de inflación se situarían en valores cercanos al 4,5%, principalmente en el segundo semestre del 2017, con una convergencia suave a la meta en el horizonte relevante de proyección, en este caso el segundo trimestre de 2018 (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgos

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, dado algún cambio en el contexto macroeconómico.

En el ámbito externo, en líneas generales, si bien los riesgos son similares a los señalados en marzo, ha habido ciertos cambios en la probabilidad de ocurrencia de los mismos en el corto y mediano plazo. En ese sentido, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió postergar el ajuste de la tasa Fed, tras débiles datos de empleo y una coyuntura global que se mantiene compleja. Sumado a ello, el resultado del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*) generó una volatilidad importante en los mercados financieros mundiales en el periodo inmediatamente posterior, aunque fue estabilizándose nuevamente en las semanas siguientes. Los efectos de mediano plazo del *Brexit* aún son difíciles de cuantificar, aunque claramente esta mayor incertidumbre es un factor de riesgo a la baja para la actividad económica global.

En el contexto regional, la economía de Brasil ha mostrado ciertas señales positivas recientemente, que hasta el IPoM pasado no se habían hecho presentes. Esto se refleja en la mejora de las perspectivas de crecimiento para el 2016 y 2017, lo cual es un factor que podría contribuir positivamente al desempeño de la actividad doméstica, principalmente a través de una mayor exportación. Las medidas económicas que el nuevo gobierno brasileño

planea implementar fueron tomadas como positivas por los mercados, no obstante, aún persiste la incertidumbre con respecto al éxito de esas medidas, dados los costos (sociales y políticos) que tiene que asumir el gobierno en el corto plazo.

En el plano doméstico, las presiones sobre el tipo de cambio nominal provenientes del sector externo se han moderado, en línea con la reducción de las probabilidades de ajuste de la tasa Fed en el corto plazo, como así también, por el ingreso de divisas en la primera mitad del año, debido a las exportaciones de los principales productos. No obstante, una fuente potencial de presión sobre los precios locales podría ser la inflación externa relevante para Paraguay. Al respecto, en Argentina, algunas de las recientes medidas implementadas por el nuevo gobierno generaron ajustes de precios al alza en dicho país, lo que se traduce en una depreciación del tipo de cambio real bilateral con el país vecino. Esta situación podría ejercer presiones sobre la evolución de determinados precios locales, ya sea por una mayor demanda de paraguayos por productos locales (sustitución de los importados de Argentina), como así también por una mayor demanda de estos productos por parte de argentinos, principalmente en las zonas fronterizas. No obstante, la magnitud del efecto dependerá de la capacidad de respuesta de la oferta local (ver recuadro II). Por otro lado, esta mayor demanda favorecería el desempeño de algunos sectores de la economía doméstica.

En cuanto a la actividad, en meses recientes se ha observado la recuperación de algunos sectores que se habían debilitado desde mediados y/o finales del 2015, como la industria manufacturera y el comercio. El sector de las construcciones también está mostrando un dinamismo importante, impulsado tanto por las obras públicas como privadas. Dado estos nuevos datos, las perspectivas para lo que resta del año son más favorables.

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

Recuadro I: Principales canales de transmisión del entorno externo sobre la economía doméstica

Introducción

La economía paraguaya se expandió 4,7% en el 2014, en torno a la tasa promedio observada en el periodo 2003-2014. Sin embargo, en el 2015 el crecimiento se moderó, ubicándose en 3,1%, afectado principalmente por un contexto global y regional más deteriorado.

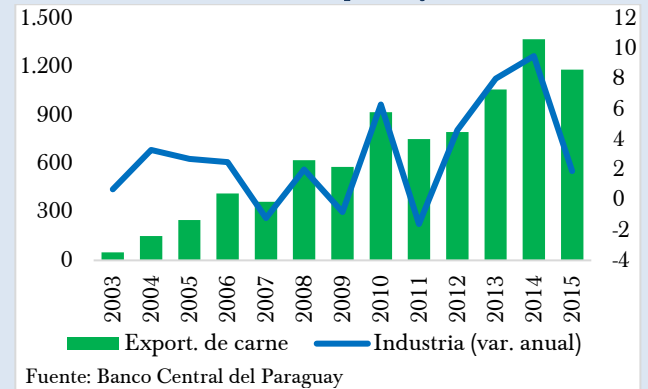
En ese marco, el objetivo del presente apartado es analizar con mayor detalle algunos de los canales principales a través de los cuales el escenario externo menos favorable ha afectado a la economía paraguaya. Específicamente, el análisis se centra en los efectos económicos que tuvo la recesión de Rusia y Brasil del 2015 sobre determinados sectores productivos, como así también el impacto de la reducción de los precios de los *commodities* sobre la inversión doméstica.

Industria

La industria manufacturera fue uno de los sectores que mostró una desaceleración importante en el periodo reciente. Entre el 2013 y 2014, el crecimiento promedio del sector fue 8,7%, reduciéndose a 2,6% en el 2015. En términos de incidencia en el crecimiento del PIB, esto significó una reducción en torno a 0,7 p.p., dado que, de un aporte de 1 p.p. en el 2014 bajó a 0,3 p.p. en el 2015, destacándose como uno de los sectores que más influyó en la moderación del crecimiento.

Gráfico I

Exportaciones de carne e industria
Millones de dólares, variación anual, porcentaje

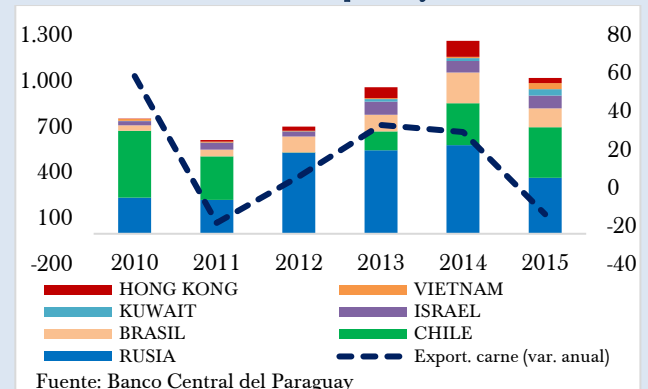


Esta moderación reciente del crecimiento de la industria se explica en gran medida por el comportamiento del sector cárnico (gráfico I), caracterizado por destinar la mayor parte de su producción al sector externo⁴.

Entre el 2013 y 2014 la exportación de carne (en dólares FOB) creció en promedio 31% anual, mientras que en el 2015 registró una caída de 13,8%. Si bien actualmente los destinos de exportación de la carne se están diversificando; Rusia, Chile y Brasil siguen siendo los principales mercados (gráfico II).

Gráfico II

Exportaciones de carne
Millones de dólares, variación anual, porcentaje



⁴ En los últimos cinco años (2011-2015), cerca del 87% de la producción de los frigoríficos fue destinada al mercado externo. Es conveniente aclarar que la oferta doméstica se compone, además del 13% restante de los frigoríficos, de la producción de otros establecimientos.

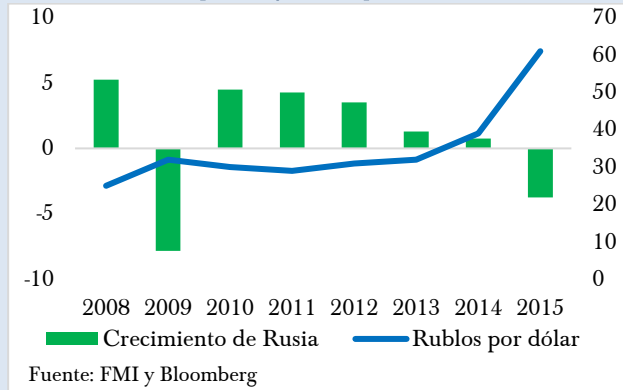
Por tanto, la caída registrada en el 2015 se debió fundamentalmente a la reducción de las exportaciones al mercado ruso y, en menor medida, al brasilero.

En el 2015, el desempeño económico de Rusia fue bastante magro, registrando una contracción del PIB de 3,7%. La última caída del producto ruso, a excepción de la crisis del 2009, fue en 1998. A esto se sumó también la significativa depreciación de su moneda, en aproximadamente 60% en ese año (gráfico III). Esta combinación de factores podría haber afectado negativamente las exportaciones de carne a dicho mercado⁵. En el caso de Paraguay, las exportaciones de a Rusia registraron una caída en torno al 37% (USD 215 millones).

Gráfico III

Crecimiento y tipo de cambio de Rusia

Crecimiento del PIB, porcentaje, rublos por dólar



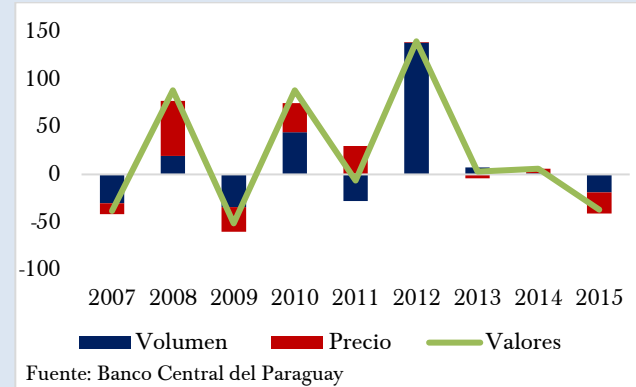
La caída (en valores) observada en el 2015 se debió tanto a una menor exportación en volumen, como así también a menores precios (gráfico IV). Si bien el precio internacional de la carne se redujo en el 2015, la caída del precio promedio de las exportaciones a Rusia fue mayor. Esta mayor reducción pudo haberse debido a una negociación entre las partes (exportadores de Paraguay con los importadores de Rusia) respecto de un precio más bajo, dada la significativa depreciación del rublo ruso, como así también por la alta exposición de Paraguay al mercado ruso, lo que imposibilitaba redireccionar, en el corto plazo, el saldo exportable a otros mercados.

⁵ En el 2015, las importaciones totales de carne de Rusia cayeron más de USD 2.400 millones respecto del 2014, de acuerdo a datos de Comtrade.

Gráfico IV

Precio y cantidad de exportaciones de carne a Rusia

Variación, porcentaje

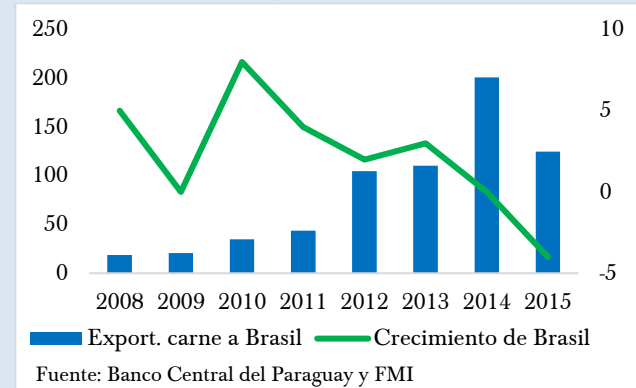


Asimismo, para la economía brasilera, el 2015 fue uno de sus peores años. El PIB se contrajo 4% y su moneda se depreció más de 45%, lo que en parte, podría haber afectado a las exportaciones de carne a dicho mercado.

Gráfico V

Exportaciones de carne a Brasil y Crecimiento

Millones de dólares, porcentaje

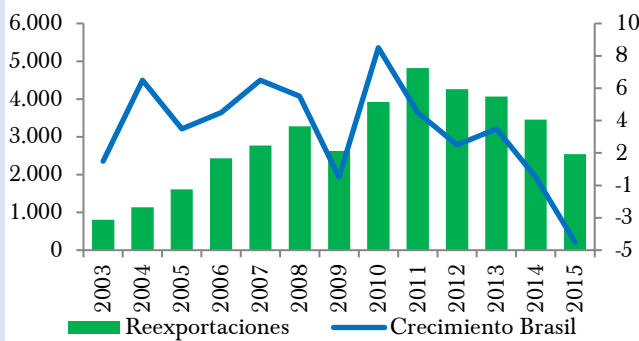


Reexportaciones⁶

El comercio en las zonas fronterizas fue uno de los sectores más afectados con la desaceleración y posterior recesión económica de Brasil (ver recuadro IPoM de junio 2015). En el 2011, las reexportaciones representaban cerca del 38% de las exportaciones totales (USD 4.820 millones), en tanto que en el 2015 su participación se redujo a 23% (USD 2.539 millones). La mayor caída se registró en el 2015, USD 900 millones menos respecto del 2014.

⁶ Se refiere 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 VI
Reexportaciones y crecimiento de Brasil
Millones de dólares, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay y FMI

Inversiones en maquinarias y equipos

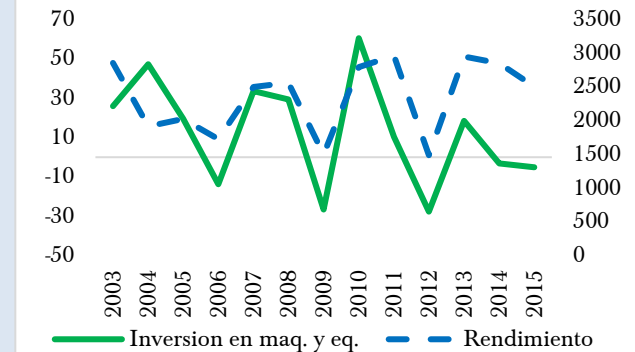
El frágil desempeño observado y previsto de la economía global, y principalmente de las emergentes, afectó negativamente los precios de los *commodities* en los mercados internacionales. En el caso de Paraguay, el precio de la soja adquiere especial relevancia. Durante el 2015, el mismo se ubicó en un nivel promedio de 347 USD/ton., 36% por debajo del nivel más alto observado en el periodo reciente (abril 2014).

Esta caída del precio de la soja (y derivados), como así también de los cereales, significó una reducción de más de USD 1.000 millones en concepto de ingresos por exportación⁷. Además de ello, las proyecciones de los precios se mantenían también en niveles bajos. Este escenario habría influido en las decisiones de inversión de las empresas vinculadas con la producción agrícola.

El periodo de importante expansión de la producción y exportación de soja se inicia a partir de la segunda mitad de la década de los 2000, impulsada, en parte, por los precios históricamente altos. A pesar de estos precios elevados, se han registrado caídas puntuales significativas de la inversión en maquinarias y equipos, coincidentes con los años de bajo rendimiento promedio por hectárea de la soja (sequía) (gráfico VII).

⁷ Si los precios se mantenían en los mismos niveles (promedio) del 2014, y dado los volúmenes exportados del 2015 de soja y derivados, carne y cereales, los ingresos por exportación hubiesen sido aproximadamente USD 1.260 millones más que lo efectivamente observado en el 2015 para estos rubros.

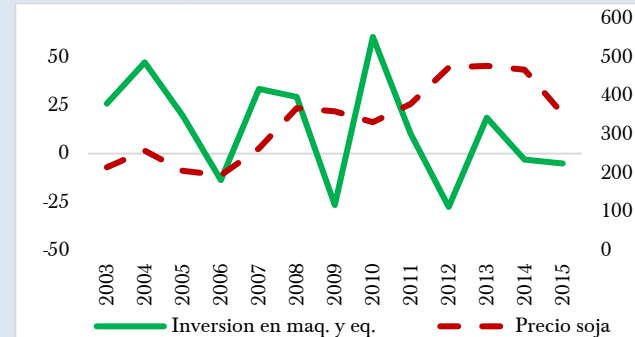
Gráfico VII
Inversión en maquinarias y equipo y rendimiento de la soja
Variación, porcentaje, kilogramos por hectárea



Fuente: Banco Central del Paraguay

En los años recientes no se han registrado sequías, sin embargo, se han observado caídas en la inversión en maquinarias y equipos en los años 2014 y 2015.

Gráfico VIII
Inversión en maquinarias y equipo y precio de soja
Variación, porcentaje, dólares por tonelada



Fuente: Banco Central del Paraguay

Los bajos niveles de precios observados y esperados de la soja (y de otros *commodities*) podrían ser una explicación razonable de este comportamiento reciente de la inversión en maquinarias y equipos, dado que la mayor parte de la reducción de esta variable está asociada al comportamiento de la agricultura (gráfico VIII).

Situación actual y perspectivas

En el presente año la industria cárnica ha comenzado a mostrar señales de recuperación, impulsada por una

mayor diversificación de los destinos de exportación, lo que permite atenuar los efectos de la recesión de Rusia. En el primer semestre del 2016, las exportaciones de carne a Rusia registraron una caída de 34% con relación al mismo periodo del 2015 (USD 65 millones). Esta contracción fue atenuada principalmente por el significativo incremento de las exportaciones a Vietnam (los envíos se cuadruplicaron) y en menor medida las destinadas a Egipto y Taiwán. En el agregado, las exportaciones de carne (en dólares) mostraron una leve variación de -1,5%, menor al -4,9% observado en el primer semestre del 2015. Además, es importante señalar que, si bien se prevé nuevamente una caída del PIB para Rusia este año (-1,8%), en el 2017 se espera un crecimiento de 1%.

Con respecto a las reexportaciones el panorama es relativamente mejor. Recientemente Brasil ha mostrado señales económicas positivas. Si bien el desempeño sigue siendo débil, se han observado correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento. En abril, el crecimiento previsto para 2016 se situó en -3,89% y en

0,40% para 2017, mientras que en julio se ubicaron en -3,35% y 1%, respectivamente. Consistente con ello, en los últimos meses se ha venido verificando una mejora en las importaciones bajo el régimen de turismo (productos susceptibles de reexportación). En el mes de enero de 2016, la variación de estas importaciones se ubicaba en torno a -48%, mejorando sustancialmente al cierre del primer semestre, con una variación acumulada de -12,5%.

Respecto de las inversiones, la importación de bienes de capital también ha verificado una relativa mejora. Tras haber cerrado el 2015 con una variación de -17%, al primer semestre se redujo a -13%. Entre marzo e inicios de junio, el precio de la soja (observado y proyectado) se incrementó significativamente. Sin embargo, a partir de allí, el precio está mostrando una variabilidad importante, lo que genera una mayor incertidumbre sobre las decisiones de inversión del sector vinculado, aunque es poco probable que la caída se sitúe en niveles observados en el 2015.

Recuadro II: Nuevas medidas económicas en Argentina y sus potenciales efectos sobre economía local

Introducción

Paraguay es una economía pequeña y abierta, y como tal, es influenciada por el ciclo económico de sus principales socios comerciales. Uno de ellos es Argentina, que por su tamaño (relativo a Paraguay) y por ser un país limítrofe, requiere un análisis más detallado, más aun considerando las importantes medidas económicas adoptadas por el nuevo gobierno que asumió a finales del 2015.

En línea con lo mencionado, en este recuadro se presentan algunos datos sobre el desempeño económico reciente de la economía Argentina, su participación en el comercio exterior de Paraguay y un breve análisis de algunos probables efectos que las nuevas medidas económicas argentinas podrían tener sobre determinados sectores de la economía local.

Evolución de la economía Argentina

La economía argentina ha mostrado un frágil desempeño macroeconómico en los últimos años, con un crecimiento relativamente bajo, elevado déficit fiscal, inflación creciente y un esquema de tipo de cambio múltiple, entre otros puntos. En el periodo 2003-2011, en promedio, Argentina creció a una tasa de 7,2%, registró una inflación de 8,4%, y superávit fiscal primario y en cuenta corriente (1,6% y 2% del PIB, respectivamente). Los resultados de este periodo contrastan sustancialmente con los siguientes, principalmente respecto de los últimos dos años. Así, entre el 2014 y 2015, el crecimiento promedio no alcanzó el 1%, la inflación superó el 25%, el balance fiscal y de cuenta corriente se revirtieron, observando resultados del -4,8% y -2,1% del PIB, respectivamente (Tabla I).

Tabla I
Principales Indicadores Económicos de Argentina

	2003-2011	2012	2013	2014	2015
Tasa de crecimiento	7,2	0,8	2,9	0,5	1,2
Inflación	8,4	10,8	10,9	23,9	26,9
Balance Fiscal Primario (% PIB)	1,6	-1,4	-2,4	-3,4	-6,1
Cuenta Corriente (% PIB)	2,0	-0,2	-0,7	-1,4	-2,8

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Consensus Forecast.

Relaciones comerciales con Argentina

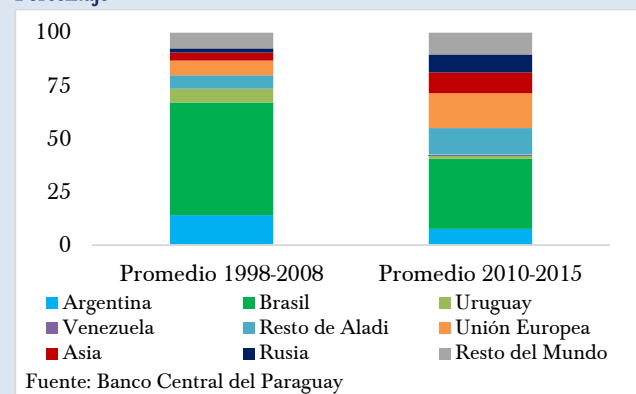
En términos generales, la participación de Argentina en el comercio de Paraguay ha disminuido en los últimos años, tanto como destino de las exportaciones o como origen de las importaciones. En el caso de las exportaciones, la situación pudo haber respondido a las condiciones económicas más débiles de Argentina en los últimos años, como así también a algunas medidas administrativas que limitaban las importaciones de ese país. De esta manera, el grado de exposición de Paraguay a los cambios en las condiciones económicas de Argentina es menor, en relación a periodos pasados.

Exportaciones de Paraguay a Argentina

Las exportaciones de Paraguay se han ido diversificando en los últimos años, tanto en términos de productos como destinos. En el periodo 1998-2008, el 53% de las exportaciones tenía como destino Brasil, mientras que Argentina representaba en torno al 14%.

Sin embargo, en el periodo 2010-2015 se observa una recomposición en los destinos de las exportaciones. Brasil redujo su participación a 33% y Argentina a 7,7%. En contrapartida, Rusia y la Unión Europea incrementaron notoriamente su participación, ubicándose en 10,2% y 16,6%, respectivamente (2% y 7% en el periodo 1998-2008) (gráfico I).

Gráfico I
Participación en las exportaciones de Paraguay
Porcentaje

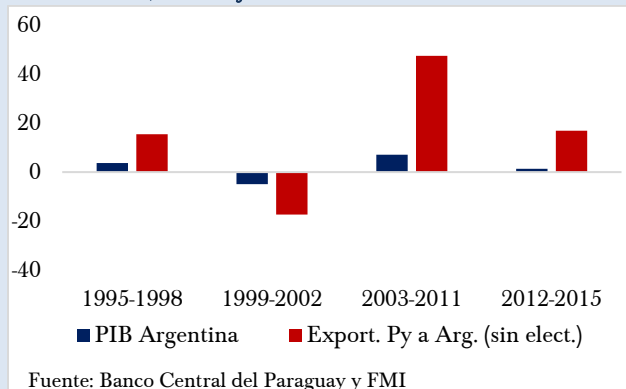


Respecto de Brasil y Argentina es conveniente recordar que una parte importante de las exportaciones se refiere a energía eléctrica. Si se excluyen estas exportaciones de electricidad, la participación de Argentina para el primer periodo se reduce a 10% y para el segundo periodo se reduce a 3%.

Los principales productos exportados a Argentina en los últimos cinco años (aparte de la electricidad) son: semilla de soja y sus derivados, cueros, cereales, frutas frescas, manufacturas de madera, entre otros.

Las exportaciones de Paraguay a Argentina, tal como se espera, muestran cierta relación con el desempeño económico de dicho país. En los periodos de expansión económica, las exportaciones de Paraguay a Argentina (sin electricidad) también han aumentado. Así también, en los periodos críticos, por ejemplo entre 1999 y 2002, las exportaciones a dicho país se redujeron notoriamente (gráfico II).

Gráfico II
Crecimiento de Argentina y exportaciones a Argentina
Variación anual, Porcentaje

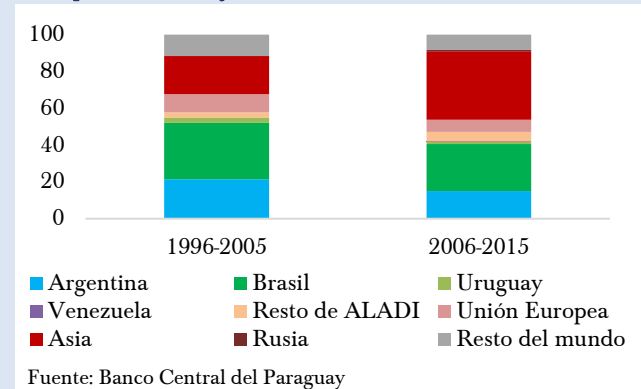


Importaciones de Paraguay desde Argentina

En cuanto a las importaciones, Brasil y Argentina siguen siendo los principales orígenes de las mismas, aunque se ha observado una disminución en su participación en los últimos años. Brasil redujo su participación de 31% a 26% y Argentina de 21% y 15%, incrementándose notablemente la participación de Asia, principalmente China, que de representar 21% en el periodo 1996-2005, aumentó a 37% en los últimos 10 años (gráfico III).

Entre los productos importados de Argentina se destacan el gasoil, nafta, productos químicos, productos farmacéuticos, repuestos y accesorios de máquinas, productos congelados y conservados, azúcar y artículos de confitería, productos lácteos, bebidas y tabacos, entre otros⁸.

Gráfico III
Importaciones de Paraguay
Participación, Porcentaje



Nuevas medidas económicas de Argentina

Para hacer frente a los diferentes desequilibrios macroeconómicos, el nuevo gobierno anunció una serie de medidas de política que en su mayoría fueron implementadas de forma inmediata. Entre estas medidas, se eliminó las restricciones cambiarias, se retiró la mayoría de las retenciones a la exportación, se delinearón objetivos para reducir el déficit fiscal, se anunciaron metas de inflación para los próximos años y se reanudaron las negociaciones con los *holdouts*.

La eliminación de las restricciones al mercado cambiario (conocidas como el “cepo cambiario”). La nueva administración liberó la mayoría de las restricciones a las operaciones cambiarias dejando que el tipo de cambio varíe de acuerdo a los fundamentos del mercado.

Retiro de subsidios y suba de tarifas energéticas y de transporte. Con el objeto de reducir el déficit fiscal, se llevó a cabo el reajuste de las tarifas de servicios públicos (tarifas eléctricas, de gas, agua y transporte público) para aumentar la recaudación del fisco, así como la disminución de los subsidios a los sectores de energía y transporte, anunciándose objetivos de reducción gradual del déficit en los siguientes periodos.

⁸ Los productos argentinos siguen representando el mayor porcentaje en la canasta de importados del IPC.

Retiro de la mayoría de las retenciones a la exportación (rebaja de retenciones impositivas a las exportaciones agropecuarias). Debido a las elevadas retenciones impositivas, los productores y exportadores del sector primario fueron aumentando sus inventarios de soja, maíz y trigo. Con esta medida la oferta global de estos *commodities* podría aumentar teniendo en cuenta la importante capacidad productiva que dispone la Argentina.

Reanudación de negociaciones con los *holdouts*. Después de un periodo corto de negociaciones, Argentina logró que la mayoría de los *holdouts* aceptaran su propuesta de pago, permitiendo de esa forma reinsertar a Argentina en las relaciones comerciales y financieras internacionales. Finalmente, en abril del presente año se llevó a cabo una colocación de bonos que permitió cancelar en efectivo la deuda con los *holdouts*, con lo cual Argentina salió efectivamente del default.

Por otra parte, a partir de setiembre de 2016 se prevé el **establecimiento formal de un régimen de meta de inflación**, bajo el compromiso del Banco Central de la República de Argentina (BCRA) de reducir y mantener la inflación a niveles acordes a un objetivo.

Estas medidas implementadas (o que serán implementadas) deberían afectar positivamente a la economía Argentina en el mediano plazo⁹, aunque en el corto plazo se tendría que asumir ciertos costos. De hecho, para el 2016 se prevé una caída del PIB en torno a 1,1% y una inflación por encima del 35%¹⁰. Para el 2017, el panorama previsto es más favorable (crecimiento del PIB de 3,3% e inflación en torno al 20%).

La adopción de las medidas afectó positivamente la percepción del mercado sobre la marcha futura de la economía. Esto se reflejó en la exitosa colocación de bonos soberanos y la mejora de la calificación crediticia de Argentina.

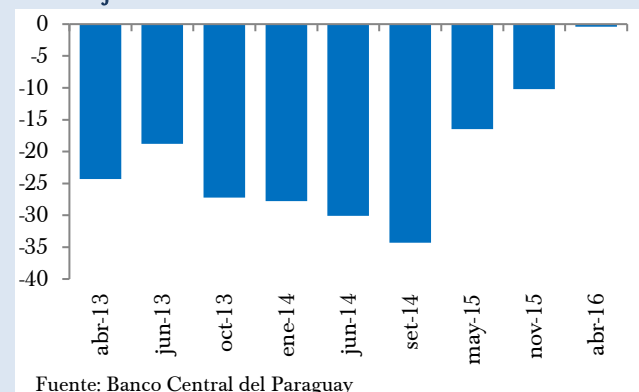
Efectos sobre Paraguay

Una de las primeras medidas fue la eliminación del “cepo” cambiario, lo que permitió alinear el tipo de cambio oficial a su precio de mercado. En el plano local, el tipo de cambio de referencia venía siendo el “dólar

informal”, por lo que la significativa “depreciación” del tipo de cambio oficial no significó realmente una apreciación del guaraní respecto al peso argentino en el mercado doméstico. Esta situación, conjuntamente con el retiro de los subsidios y el consecuente incremento de la inflación en Argentina comenzó más bien a depreciar el tipo de cambio real bilateral, considerando el tipo de cambio informal. De hecho, los diferenciales de precios respecto a Clorinda (ciudad fronteriza con Argentina) prácticamente se han cerrado, de acuerdo a la última medición (abril 2016) (gráfico IV). En el corto plazo esta depreciación real podría significar alguna presión sobre los precios de determinados productos, ya sea por el incremento de precios de los bienes importados desde Argentina o por una mayor demanda de productos producidos localmente, tanto de paraguayos como de argentinos (en las zonas fronterizas principalmente). La magnitud del efecto dependerá de la capacidad de respuesta de la oferta. No obstante, en el mediano plazo, a medida que los planes de reducción de la inflación comiencen a dar resultados, esto podría traducirse en menores presiones sobre los precios a nivel interno.

Otro efecto de la eliminación de las restricciones cambiarias es el incremento de las remesas (registradas) provenientes de Argentina. De hecho, en el primer trimestre del 2016 se ubicaron en USD 10,5 millones, muy superior a los USD 3,3 millones observados en el mismo periodo del 2015.

Gráfico IV
Diferencial de precios Clorinda vs. Paraguay
Porcentaje



⁹ BBVA Research estima un crecimiento potencial de 2,5% para el periodo 2016 – 2024, por encima de la estimación previa de mayo de 2015 (1,9%).

¹⁰ Consensus Forecast

Otra de las medidas que podría tener alguna incidencia indirecta sobre la economía local es la eliminación y/o reducción de las retenciones a las exportaciones agropecuarias. Esta reducción de las retenciones, *ceteris paribus*, implica una mayor rentabilidad para el sector agropecuario, lo que genera mayores incentivos a la producción y exportación. En el caso de la reducción de las retenciones (y de otras barreras) a las exportaciones de carne implica una mayor competitividad de la misma, por lo que Argentina podría representar en el mediano plazo nuevamente un competidor importante en este mercado¹¹.

Otro aspecto a considerar es el mejor clima de negocios¹² que experimentó Argentina recientemente, y con ello se constituye nuevamente en un destino atractivo para las inversiones. En ese sentido, para Paraguay surge un nuevo competidor regional importante en la captación de inversión extranjera directa.

En el corto plazo, las medidas de ajuste tendrán alguna incidencia negativa en la actividad económica de Argentina. Sin embargo, en el mediano y/o largo plazo, la recuperación de una economía con más 40 millones de habitantes y un PIB per cápita superior a USD 22.000 es una noticia positiva, dado que representa un mercado potencialmente importante para las exportaciones de Paraguay. Asimismo, las remesas provenientes de Argentina también podrían verse beneficiadas con la recuperación de la economía del país vecino.

¹¹ En 2009 Argentina era el cuarto exportador mundial con de 621.000 toneladas. En el 2015 se ubicó en puesto 11 con 230.000 toneladas de exportación.

¹² El Indicador de Clima de Negocios de Argentina en abril se ubicó en un nivel (97) superior a la media de los últimos diez años (89), según datos de la Fundación Getulio Vargas.

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

TCR (Tipo de cambio real): corresponde a una medida del valor real del guaraní respecto de una canasta de monedas de los socios comerciales de Paraguay.

Informe de Política Monetaria
Junio 2016



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay