



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio  
2017

BCP © Derechos Reservados 2017



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	20
III. Escenario Doméstico	23
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	31
Recuadro I	36
Dolarización financiera en Paraguay	
Recuadro II	39
Evolución de los indicadores macroeconómicos y sociales de Paraguay	
Glosario	42

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 31 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 mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

#### Objetivo

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

#### Meta de inflación

La inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), establecida como meta es del 4,0 por ciento, con un rango de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

#### Instrumento de política monetaria

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

#### Horizonte de política monetaria

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

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

### Proceso de toma de decisiones

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

## Transparencia y Comunicación

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

## Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

## Resumen Ejecutivo

En el contexto internacional, los indicadores dan cuenta de que la economía global continúa con la dinámica prevista, en tanto que en la región el panorama se ha vuelto más complejo en los últimos meses. Al respecto, el crecimiento mundial estimado se corrigió al alza, impulsado por la recuperación de las economías en la Eurozona y otras economías avanzadas. En Estados Unidos, si bien las perspectivas de crecimiento se mantuvieron, la actividad económica y el mercado laboral siguieron consolidándose. Por otra parte, en la región, las proyecciones de crecimiento de Brasil y Argentina fueron revisadas a la baja respecto del informe anterior debido a que los principales indicadores de corto plazo siguieron mostrando señales de fragilidad sumado a la situación de incertidumbre política reciente en ambos países. Con relación a los niveles de precios en estos países, en general, se observó un comportamiento descendente de las principales medidas de inflación durante el segundo trimestre del año.

En Estados Unidos, se observó un crecimiento moderado del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre, aunque se espera que este comportamiento sea transitorio teniendo en cuenta la evolución favorable de los indicadores adelantados del segundo trimestre. Al respecto, los gastos de los consumidores y las empresas han aumentado, el sector manufacturero continúa mostrando un importante dinamismo y el mercado laboral sigue consolidándose, reflejado en el continuo descenso de la tasa de desempleo. Con respecto a los precios, las distintas medidas de inflación se redujeron respecto del informe anterior. En este contexto, la Reserva Federal, considerando las condiciones laborales e inflacionarias observadas y esperadas, decidió en su reunión de junio, aumentar el rango de la tasa de interés de los fondos federales.

En la Eurozona, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero continuaron expandiéndose en niveles por encima del esperado. El mercado laboral siguió fortaleciéndose al tiempo que el desempleo en mayo alcanzó la tasa más baja (9,3%) desde marzo del 2009. En cuanto a los precios, la inflación se mantuvo controlada en niveles inferiores a la meta, en un contexto en el cual el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variaciones las tasas de interés de referencia. Con relación a la política monetaria no convencional, el BCE redujo en abril el monto de la compra de activos y anunció mantener dicha política hasta al menos diciembre de 2017.

En cuanto a China, los indicadores de actividad siguieron evolucionando favorablemente, aunque a ritmos más modestos que en los últimos años. El crecimiento del PIB en el primer trimestre del año fue superior a lo esperado y se explicó especialmente por el aumento de la producción industrial, las ventas al por menor, el gasto fiscal y la inversión en activos fijos. En el sector manufacturero, el PMI creció por encima de lo esperado por el mercado ante una mayor demanda de productos para exportación.

En Brasil, el PIB creció durante el primer trimestre del año respecto del trimestre anterior, luego de experimentar caídas desde el año 2015, mientras que en términos interanuales el PIB se contrajo a una menor tasa. Dicho comportamiento se atribuye principalmente a las contribuciones positivas de la actividad agropecuaria por el lado de la oferta y de las exportaciones por el lado de la demanda, así como también a la menor contracción en los demás componentes del PIB. Igualmente, el indicador mensual de actividad económica reportó un crecimiento positivo en mayo y el del sector manufacturero se ubicó en zona de expansión, a diferencia del IPoM anterior en el que se encontraba en zona de contracción. A pesar de los mejores resultados respecto a los últimos años, las tensiones políticas desde mediados del segundo trimestre han afectado negativamente las perspectivas de esta economía. Con respecto a la política monetaria, la tasa de inflación se desaceleró y continuó dando espacio al Comité de Política Monetaria (Copom) para continuar con su política monetaria expansiva.

En Argentina, los indicadores de actividad económica continúan dando señales de una gradual recuperación reflejada en el crecimiento positivo del PIB en el primer trimestre del año y la evolución de los indicadores de corto plazo en el segundo trimestre. No obstante, las proyecciones de crecimiento económico fueron revisadas a la baja en un contexto de incertidumbre política en torno a los comicios electorales y a la situación de Brasil. En cuanto a los precios, la inflación mostró una trayectoria descendente, la cual se espera continúe con la implementación del esquema de metas de inflación.

En el plano local, la actividad económica siguió mostrando una importante dinámica y diversificación al cierre del primer trimestre del 2017. En este periodo, el PIB registró un crecimiento interanual de 6,6%, sustentado fundamentalmente (por el lado de la oferta) en el desempeño favorable de los sectores de servicios, industria, y construcciones, como así también en la mayor producción agrícola. Por el lado del gasto, el crecimiento fue impulsado principalmente por la demanda interna (inversiones y consumo privado) y, en menor medida, por las exportaciones netas. Conforme a los indicadores adelantados, en el segundo trimestre la actividad económica se moderaría, principalmente como resultado de algunos factores puntuales, principalmente de origen climático.

Con relación a la evolución de los precios, en el segundo trimestre se ha observado un incremento en las distintas medidas de inflación, aunque en gran parte se explicó por unos pocos productos de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Por un lado, el promedio de la inflación total aumentó de 2,3% en el primer trimestre a 3,3% entre abril y junio, debido principalmente a la mayor variación interanual de los precios de algunos alimentos (carnes, productos lácteos, azúcar, entre otros), mientras que los productos frutihortícolas continuaron mostrando una caída interanual en el periodo de referencia. Este comportamiento también se verificó en la inflación subyacente, subyacente X1 y la núcleo, que promediaron tasas interanuales de 4,7% 5,5% y 3,3%, por encima de las registradas en el primer trimestre del año 2017 (3,8%, 4,7% y 2,9%, respectivamente).

Así como en las primeras reuniones de política monetaria del 2017, en el segundo trimestre el Comité siguió remarcando la incertidumbre respecto de la evolución esperada de la economía global y, en particular, resaltó el escenario más complejo para la región como consecuencia del aumento de las tensiones políticas en Brasil. Con relación al escenario doméstico, la actividad económica se había moderado como resultado del efecto de factores puntuales, entre ellos el clima. Por otra parte, el Comité remarcó que algunas medidas de inflación subyacente se habían incrementado, aunque enfatizó que estaba explicado por unos pocos productos de la canasta. En este contexto, el CEOMA consideró (en las reuniones de abril, mayo y junio) que la estrategia más adecuada para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte relevante de política monetaria era mantener sin cambios la tasa de referencia en 5,50% anual.

En el escenario base, la estimación de crecimiento se mantuvo en 4,2%, aunque con una recomposición interna sustentada básicamente en la evolución observada de los sectores y las perspectivas para el segundo semestre, respecto de lo previsto en el informe anterior. Por un lado, se corrigieron al alza las previsiones de crecimiento de la industria manufacturera y del comercio, entre los sectores más importantes. Por otro lado, se corrigieron a la baja las estimaciones de crecimiento de la producción de energía eléctrica y del sector construcciones, éste último, afectado en parte por las condiciones climáticas adversas durante el segundo trimestre. Por el lado del gasto, el consumo privado, las exportaciones y las importaciones mantuvieron sus tasas de crecimiento, mientras que la formación bruta de capital se corrigió levemente a la baja, siendo compensada por la mejora en las estimaciones del consumo público. En general, la tasa del 4,2% sigue siendo explicado en gran medida por el sector terciario y secundario, por el lado de la oferta, mientras que la demanda interna (consumo e inversión) continuará siendo el principal impulsor por el lado del gasto.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2016	2017(f)	2017(i)
Sector Primario	2,9	3,7	0,9
Agricultura	2,5	4,0	0,7
Ganadería	3,7	2,5	0,1
Otros Primarios	5,8	5,2	0,1
Sector Secundario	10,4	3,9	1,0
Manufactura	5,4	8,5	0,9
Construcción	18,6	7,0	0,3
Electricidad y Agua	12,6	-1,5	-0,2
Sector Terciario	1,4	4,8	2,0
Gobierno General	-2,8	0,0	0,0
Comercio	2,9	7,0	1,0
Comunicaciones	-2,7	2,0	0,1
Otros Servicios <sup>†</sup>	3,3	5,9	1,0
Impuestos	0,9	3,5	0,2
PIB a precios de mercado	4,0	4,2	
PIB sin agricultura, ni binacionales	3,2	5,3	

(f) Proyección, (i) Incidencia

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,0	4,2
Demanda Interna	1,7	2,3	5,3
Formación bruta de capital	1,2	6,4	11,3
Formación bruta de capital fijo	2,2	7,9	11,3
Consumo total	1,9	1,2	3,5
Consumo privado	1,5	1,7	3,9
Consumo público	4,3	-2,8	0,7
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	2,7	4,0
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-0,7	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	1,7	1,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,4	17,7	18,8
FBKF (% del PIB real)	18,7	19,4	20,7

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con respecto a la inflación total en el escenario base, la tasa proyectada para diciembre de 2017 se ubica en 3,5%, igual a la prevista en el informe anterior. Por su parte, la estimación de la inflación subyacente se redujo levemente de 3,7% a 3,6%, explicada en parte, por un nivel de tipo de cambio menor al esperado para el segundo trimestre. A partir de allí, conforme a la trayectoria esperada para las variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existan choques exógenos, la inflación se mantendrá por debajo de la meta durante gran parte del 2018, convergiendo gradualmente a la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el segundo trimestre del 2019.

### Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección

(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

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

Con relación a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, la economía global sigue mostrando signos de una mayor dinámica, aunque persiste la incertidumbre derivada principalmente de las medidas económicas que plantea implementar el gobierno estadounidense. Las posibilidades de un fuerte estímulo fiscal a la economía de Estados Unidos son menos probables en el corto plazo, sin embargo, persisten dudas en relación a la implementación efectiva de las políticas comerciales proteccionistas que plantea el nuevo gobierno. Con respecto a la política monetaria, la Fed ajustó nuevamente su tasa de referencia en junio y, por el momento, las probabilidades de un cambio adicional durante el segundo semestre son relativamente bajas. No obstante, hay posibilidades que en el corto plazo la Reserva Federal anuncie el inicio de la reducción en su hoja de balance (disminución de tenencia de bonos y otros activos).

En la Eurozona, algunos de los riesgos derivados de las propuestas “aislacionistas” de algunos partidos políticos se fueron diluyendo en los últimos meses, lo cual también se reflejó en la mejora de los indicadores de confianza. No obstante, persisten algunos riesgos derivados del proceso de negociación del *Brexit*. Con respecto a la política monetaria, conforme a las últimas declaraciones del presidente del Banco Central Europeo (BCE), el mercado las ha interpretado como un primer paso hacia el proceso de normalización monetaria, aunque el inicio de este proceso seguirá dependiendo de la evolución y perspectivas de la actividad económica e inflación.

Con respecto a las economías emergentes, en China, la moderación de la actividad económica está siendo menor a la prevista anteriormente, en parte, explicada por los estímulos fiscales de corto plazo del gobierno. No obstante, los riesgos de mediano plazo siguen siendo importantes, teniendo en cuenta la necesidad de reformas en lo referente al saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas públicas. Asimismo, otro factor de riesgo es el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia consumo y servicios, lo cual en cierta medida podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* (alimentos principalmente) a nivel internacional.

En el contexto regional, el repunte de las tensiones políticas en Brasil generó una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento de su economía. Por un lado, la reducción de la inflación, la política monetaria más acomodaticia y un mejor panorama para las cuentas fiscales, son factores que favorecerían la recuperación económica. Sin embargo, en un entorno político complicado, la aprobación de algunas medidas económicas necesarias, como la reforma de la seguridad social, podrían dificultarse, generando riesgos para la deuda pública. En la medida que la economía brasileña continúe con su recuperación, y el valor de su moneda se fortalezca o al menos se mantenga frente al dólar estadounidense, el comercio en las zonas fronterizas con Paraguay seguiría consolidando la buena dinámica observada en los últimos meses.

La evolución futura del tipo de cambio sigue representando el factor de riesgo más relevante para la dinámica de la inflación. Sin embargo, en la coyuntura actual las posibilidades de una depreciación significativa de las monedas se han moderado, teniendo en cuenta que el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos podría ser más gradual a la esperada previamente. No obstante, como se había señalado, el probable inicio de la reducción de la hoja de balance de la Fed podría contribuir, en parte, al fortalecimiento de la moneda estadounidense. En todo caso, ante un fortalecimiento del dólar, y dado que es un fenómeno global, las monedas de los socios comerciales de Paraguay también serían afectadas y, por lo tanto, el efecto de la depreciación del guaraní respecto al dólar sobre los precios domésticos estaría atenuado parcialmente.

Teniendo en cuenta los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra en equilibrio. No obstante, el Comité seguirá atento a la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación a 4,0% anual en el horizonte relevante de proyección.

## Implementación de la Política Monetaria

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

En el contexto externo, las perspectivas de crecimiento se habían tornado más favorables con relación a los últimos años, sustentadas principalmente en la recuperación de las economías avanzadas, a pesar de que persistía cierto grado de incertidumbre generada por los eventuales efectos de las medidas económicas del gobierno de Estados Unidos. En el plano regional, igualmente se presentaba un panorama económico más alentador con relación a los últimos años, aunque las proyecciones de crecimiento se habían debilitado.

En Estados Unidos, se mantenía un favorable ritmo de expansión de la actividad económica en el cuarto trimestre, aunque a un ritmo menor que el tercero. Asimismo, la actividad manufacturera continuaba con buen dinamismo, al tiempo que el mercado laboral permanecía robusto con una trayectoria descendente del desempleo. Por su parte, los precios continuaban en ascenso en sus distintas medidas. Bajo este escenario, la Reserva Federal decidió nuevamente aumentar el rango de la tasa de interés de referencia en su reunión de marzo

En la Eurozona, los indicadores de la actividad económica y el mercado laboral continuaban con una evolución favorable. Así, el buen dinamismo del PIB en el cuarto trimestre, junto con la tendencia creciente del sector manufacturero había llevado a una revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo. Además, la tasa de desempleo había registrado su nivel más bajo desde el 2009. Por su parte, el BCE decidió mantener las tasas de interés y continuar la compra de activos hasta al menos diciembre de 2017.

En China, persistía la buena dinámica de la actividad, ya que el PIB del primer trimestre de 2017 había registrado un incremento mayor a las expectativas del mercado. Asimismo, el sector manufacturero continuaba con una evolución favorable desde mediados del 2016. Con ello, las proyecciones de crecimiento para el próximo año se habían incrementado levemente con relación a lo señalado en diciembre.

En el plano regional, los indicadores de actividad de la economía brasileña presentaron resultados mixtos y las perspectivas de crecimiento permanecían frágiles. El PIB del cuarto trimestre había registrado nuevamente una caída, superior al trimestre previo, además de que el sector manufacturero seguía en zona de contracción. En el mercado laboral, la tasa de desempleo continuaba con una trayectoria ascendente. Sin embargo, la inflación seguía desacelerándose, por lo que, el BCB decidió continuar relajando la política monetaria, con reducciones de la tasa de referencia en las reuniones de enero y febrero.

En Argentina, persistía el debilitado desempeño de la actividad económica. Así, datos preliminares del cuarto trimestre del año anterior daban cuenta nuevamente de una contracción, aunque los indicadores de corto plazo registraron una variación positiva en enero de 2017. Con relación a los precios, se observaron incrementos en las medidas de inflación respecto al IPoM de diciembre. Sin embargo, a partir de la adopción formal del esquema de metas de inflación a partir de enero, se esperan reducciones en los niveles de inflación.

En lo interno, el buen dinamismo y la mayor diversificación en los sectores económicos que se venían observando, se mantuvieron hasta finales del 2016, con una variación acumulada de 4,1% al cierre de dicho año. Este crecimiento se basó fundamentalmente en el buen desempeño de los sectores de comercio y servicios, industria manufacturera y construcciones, por el lado de la producción. Por su parte, por el lado del gasto, el crecimiento se sustentó esencialmente en la demanda interna (consumo e inversión), mientras que la demanda externa no tuvo una incidencia significativa. Con relación a los precios, la inflación interanual en el primer trimestre del 2017, había disminuido con relación al trimestre previo, básicamente por la moderación en el incremento de los precios de los alimentos, y en menor medida, de los bienes durables. Asimismo, la inflación núcleo continuó moderándose, en línea con lo que se había señalado en informes anteriores.

En cuanto a las decisiones de política monetaria, en el primer trimestre, el Comité recalca la mayor

incertidumbre en el contexto internacional, generada principalmente por los eventuales efectos de las medidas del nuevo gobierno estadounidense. En la región, se enfatizaba que las perspectivas de crecimiento se habían moderado para las principales economías vecinas. En el plano local, la actividad económica seguía favorable y la evolución de la variación de precios, acorde con la meta de 4% en el horizonte de proyección. Bajo este escenario, el CEOMA decidió mantener la tasa de referencia en 5,5% anual en las reuniones de enero, febrero y marzo, dado que no se percibían riesgos significativos que pudieran desviar la inflación de la trayectoria prevista.

Considerando la evolución favorable de la economía en los primeros meses del año y las buenas expectativas que se tenían en ese momento para el resto del año, el escenario base de proyección de crecimiento para el 2017 se había revisado al alza de 3,7% a 4,2%, fundamentada básicamente por una mejora en las perspectivas de la producción agrícola en el sector primario, de la industria y las construcciones en el sector secundario y del comercio en el terciario. Por el lado del gasto, el mayor crecimiento estaba explicado por un mayor incremento del consumo privado y de la inversión. La demanda externa registraba una incidencia negativa, ya que la revisión de las importaciones había sido mayor al de las exportaciones.

La proyección de inflación total en el escenario base se ubicó en 3,5% para el cierre del año, mientras que la inflación subyacente se proyectó que cerraría en torno al 3,7%. En adelante, conforme a la trayectoria esperada para las variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existiesen choques exógenos, se pronosticó que la inflación se ubicaría por debajo de la meta durante la mayor parte del 2018, con una convergencia gradual a la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en ese caso, el primer trimestre del 2019.

Con relación a los riesgos, en el escenario internacional, aunque el desempeño económico previsto para la economía global era mejor que en años anteriores, permanecía la incertidumbre derivada de las políticas del nuevo gobierno de los Estados Unidos. En cuanto a la política monetaria, se esperaban más ajustes de la tasa de referencia por parte de la Fed durante el 2017, luego del

aumento de la reunión de marzo. No obstante, una política fiscal más expansiva a la prevista podría incrementar la probabilidad de aumentos adicionales en la tasa de interés, pudiendo afectar la cotización de las monedas y el costo de fondeo externo de las economías emergentes. En Europa, además de la incertidumbre por el *Brexit*, existían otros riesgos geopolíticos importantes considerando que, en el 2017, varios países preponderantes de la región se encontrarían en procesos electorales, con partidos políticos que mantenían propuestas de salir de la Unión Europea o de la eurozona. En las economías emergentes, destacaba que, si bien la desaceleración de China había sido menor a lo previamente señalado, el punto importante era que las políticas comerciales proteccionistas que planteaba adoptar Estados Unidos podrían generar una moderación más rápida a la esperada en el crecimiento de esta economía, lo que podría afectar la demanda de commodities y, en consecuencia, sus precios. En la región, las expectativas de crecimiento para Brasil, aunque menores a lo previsto, señalaban una recuperación de la actividad económica para este año. Un mejor desempeño de la economía brasileña, seguiría contribuyendo a la consolidación de la mejora del comercio bilateral, siempre y cuando el real no se desvalorice significativamente frente al dólar. En Argentina, el tema más desafiante hacía referencia a lograr la reducción de la inflación dentro del rango establecido para este año junto con la persistencia de la dominancia fiscal.

El riesgo más importante para las perspectivas de inflación doméstica continuaba siendo la evolución futura del tipo de cambio, ya que el dólar había mostrado un comportamiento volátil luego de las elecciones de los Estados Unidos y de los últimos ajustes de tasas por parte de la Fed. Las probabilidades del fortalecimiento del dólar seguían presentes, considerando los posibles ajustes al alza previstos para los Fed Funds en el 2017 y 2018.

Teniendo en cuenta los eventuales escenarios alternativos, el CEOMA determinó que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

### Reuniones de abril, mayo y junio

En la reunión de abril, los indicadores de actividad de las principales economías revelaban un escenario más

favorable a nivel global respecto de los últimos años. No obstante, persistía un elevado nivel de incertidumbre en torno a la evolución esperada de la economía mundial. En la Eurozona, la actividad económica continuaba mostrando signos de expansión. En el ámbito regional, si bien se pronosticaba una recuperación de los países vecinos, las perspectivas de crecimiento se habían reducido en los últimos meses. En Brasil, la desaceleración de la inflación había permitido al BCB reducir nuevamente la tasa de política monetaria, al igual que algunos bancos centrales de la región que habían adoptado un perfil más expansivo. Sin embargo, Argentina había incrementado su tasa de referencia buscando reducir el elevado nivel de inflación.

En el plano local, los indicadores de actividad continuaban mostrando una buena dinámica y diversificación de la economía, explicada principalmente por el buen desempeño del sector servicios, la industria y las construcciones. Con relación a los precios, la evolución de la inflación se mantenía consistente con la trayectoria esperada.

En este contexto, el CEOMA consideró que la estrategia más prudente era mantener el perfil de política monetaria con una TPM de 5,5% anual, asegurando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte de política.

En mayo, la economía mundial seguía evolucionando favorablemente. En Estados Unidos y Europa, la actividad económica y el mercado laboral continuaban mostrando una buena dinámica. Sin embargo, en el contexto regional, el panorama de recuperación de la economía brasilera se había vuelto más incierto, sobre todo por los conflictos políticos en Brasil. En caso de persistir esa situación, algunos sectores de la economía doméstica podrían verse afectados.

En el ámbito local, si bien la actividad económica continuaba con buen dinamismo, los indicadores adelantados señalaban una moderación en el margen del ritmo de expansión de la actividad económica, debido a factores puntuales, como el clima. Por otra parte, se había

registrado un incremento en las medidas de inflación subyacente en los últimos meses, pero que, conforme a los modelos, no afectaban a la trayectoria de inflación hacia el objetivo en el mediano plazo.

Bajo este escenario, el CEOMA determinó, nuevamente, que la estrategia más prudente era mantener el perfil de política monetaria con una TPM de 5,5% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de política.

Para la reunión de junio, se reiteraba que, a nivel internacional, seguía observándose una evolución favorable de la actividad económica de las economías desarrolladas, aunque persistía cierto grado de incertidumbre con relación a las medidas de políticas del gobierno estadounidense. En la región, las expectativas de crecimiento de Brasil se habían deteriorado con revisiones a la baja, si bien las tensiones políticas se habían moderado.

En el plano doméstico, luego de una disminución puntual en el mes previo en los sectores construcción y ganadería, afectados por factores climáticos adversos, los indicadores adelantados, daban cuenta una mejora de la actividad económica, sobre todo por el buen desempeño de la producción de bebidas aceites, y químicos, así como los servicios a las empresas y los transportes. Por su parte, las distintas medidas de inflación seguían con un comportamiento coherente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria. Además, las expectativas de inflación se encontraban ancladas al objetivo inflacionario.

Bajo este escenario, el CEOMA determinó que la estrategia más prudente era continuar con el perfil vigente de política monetaria, por lo que decidió, nuevamente, mantener la TPM en 5,5% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de política.

## I. Entorno Internacional y Regional

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

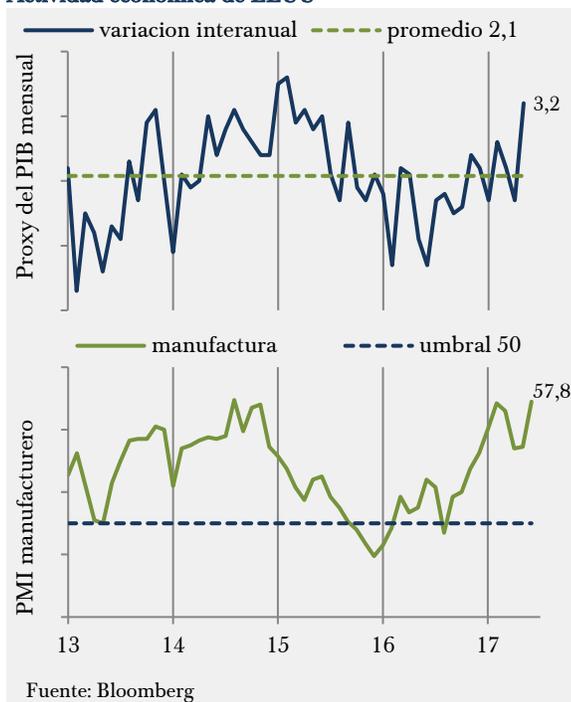
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Mundo	3,1	3,2	3,4	3,1	3,4▲	3,5▲
EE UU	1,6	2,2	2,3	1,6	2,2	2,3
Eurozona	1,8	1,6	1,6	1,8	1,9▲	1,7▲
China	6,7	6,5	6,2	6,7	6,6▲	6,3▲
Brasil	-3,6	0,7	2,2	-3,6	0,5▼	2,1▼
Argentina	-2,3	2,9	3,2	-2,3	2,8▼	3 ▼
Socios comerciales	0,6	1,9	2,4	0,6	1,9	2,4
Socios Mercosur	-2,9	1,1	2,3	-2,9	1,0▼	2,2▼

Fuente: Bloomberg

En el contexto internacional, los indicadores dan cuenta de que la economía global continúa con la dinámica prevista, en tanto que en la región el panorama se ha vuelto más complejo en los últimos meses. Al respecto, el crecimiento mundial estimado se corrigió al alza, impulsado por la recuperación de las economías en la Eurozona y otras economías avanzadas. En Estados Unidos, si bien las perspectivas de crecimiento se mantuvieron, la actividad económica y el mercado laboral siguen consolidándose. Por otra parte, entre las principales economías de la región, en Brasil y Argentina, las proyecciones de crecimiento fueron revisadas a la baja respecto al informe anterior debido a que los principales indicadores de corto plazo siguen mostrando señales de fragilidad sumado a la situación de incertidumbre política reciente en ambos países. Con relación a los niveles de precios en estos países, en general, se observa un comportamiento descendente de las principales medidas de inflación durante el segundo trimestre del año.

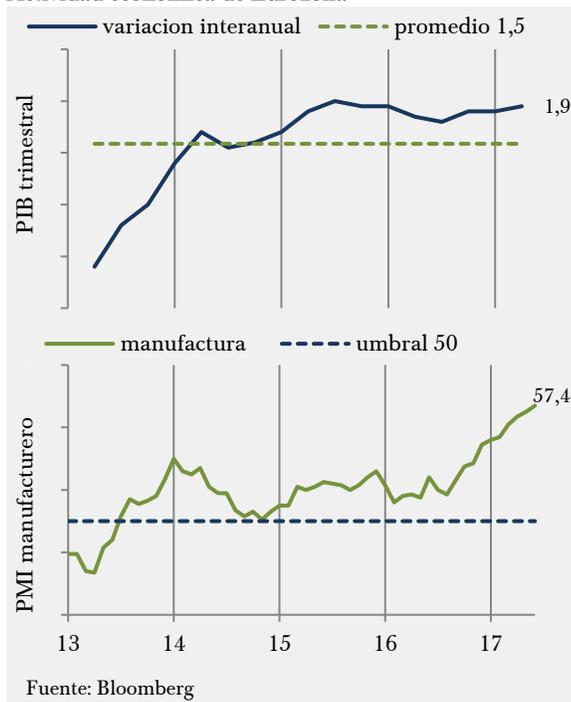
**Gráfico I.1**  
**Actividad económica de EEUU**



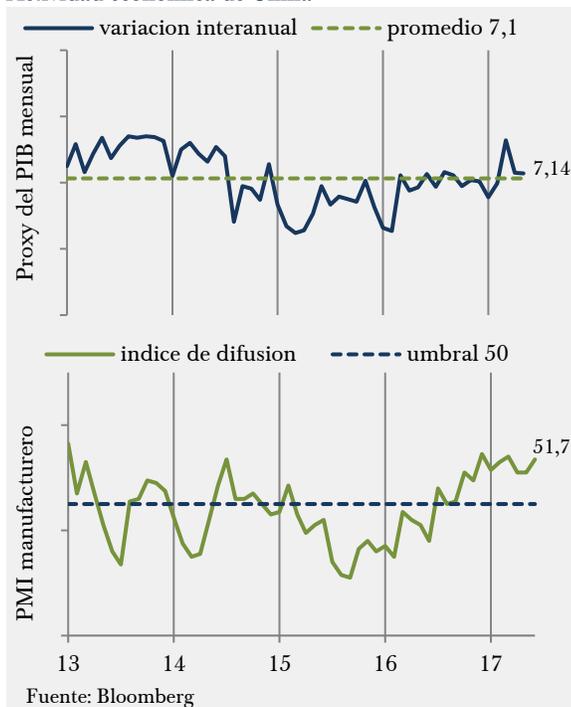
### Actividad económica

El crecimiento anualizado del PIB en Estados Unidos fue 1,4% durante el primer trimestre del 2017, inferior al 2,1% observado en el último trimestre del año 2016. La desaceleración en el crecimiento se atribuye principalmente al descenso de la inversión en inventarios privados y al debilitamiento del gasto de consumo personal. Sin embargo, se estima que este comportamiento sería transitorio teniendo en cuenta la evolución de los indicadores adelantados del segundo trimestre. En tal sentido, los gastos de los consumidores y las empresas dan señales de expansión. El indicador mensual de actividad económica creció 3,2% interanual a mayo (la tasa más alta desde febrero de 2015) y el PMI manufacturero continúa acelerándose al mes de junio. Asimismo, el mercado laboral sigue consolidándose, reflejado en el continuo descenso de la tasa de desempleo. En este contexto, las perspectivas para el PIB de Estados Unidos se mantienen en línea con lo proyectado en el IPoM anterior tanto para el 2017 (2,2%) como para el 2018 (2,3%). No obstante, los factores de riesgo para dichas proyecciones siguen ligados a la incertidumbre en torno a las acciones de política de la actual administración.

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



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

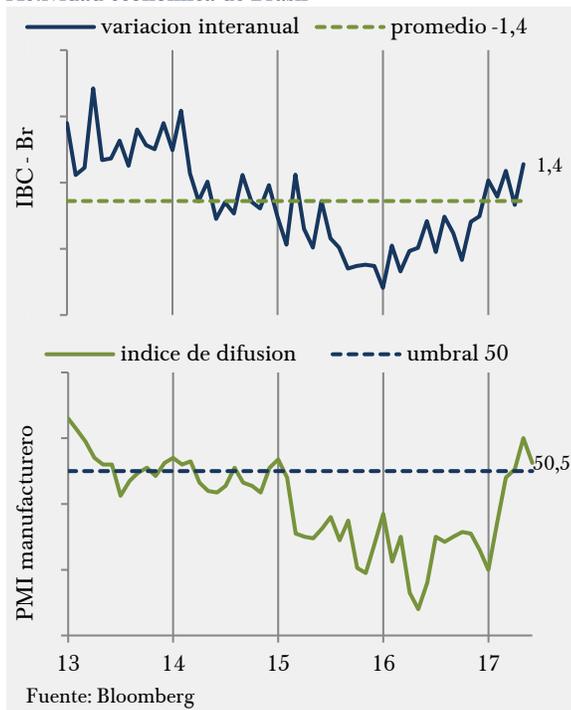


En la Eurozona, el PIB tuvo un crecimiento de 1,9% durante el primer trimestre de 2017, superior al 1,8% del trimestre anterior, explicado mayormente por la evolución favorable del consumo de los hogares y de la inversión bruta de capital fijo. Los países más dinámicos fueron Alemania, España e Italia. El resultado auspicioso del indicador de actividad económica se ve respaldado por el PMI del sector manufacturero que sigue en continua expansión, alcanzando niveles superiores a lo esperado. Igualmente, el mercado laboral se sigue fortaleciendo, alcanzando una tasa de desempleo de 9,3% en el mes de mayo, el menor nivel desde marzo del 2009. En este contexto, las proyecciones de crecimiento del PIB fueron revisadas al alza (de 1,6% a 1,9%) para el 2017 y se mantuvieron para el 2018 (1,6%).

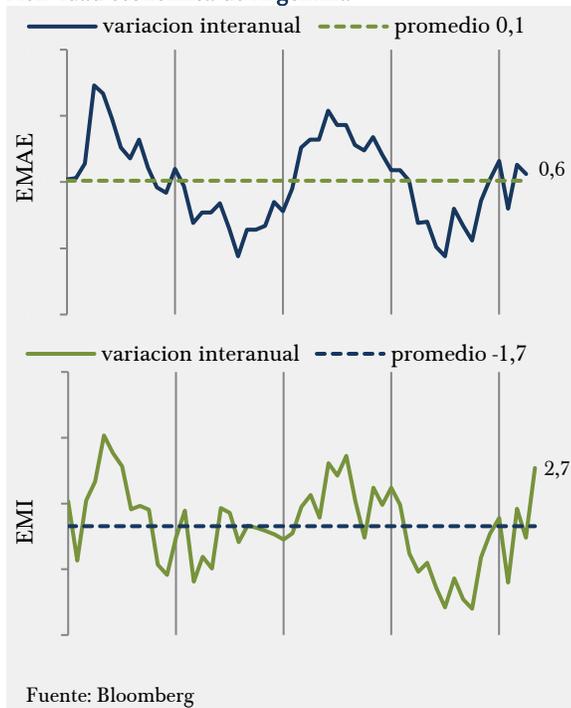
En China, la economía creció 6,9% interanual en el primer trimestre del 2017, cifra ligeramente superior al 6,8% del trimestre anterior. Dicho crecimiento se explica, especialmente, por el aumento de la producción industrial, las ventas al por menor, el gasto fiscal y la inversión en activos fijos. Por su parte, el proxy del PIB mensual de mayo creció 7,14% en términos interanuales, similar al promedio de los últimos 4 años de 7,1%. En cuanto a la actividad manufacturera, el PMI se aceleró más de lo esperado en el mes de junio (51,7) en comparación a mayo (51,2) debido a la expansión de la producción por una mayor demanda para exportación. En este contexto, las perspectivas de crecimiento del PIB tanto para el 2017 como para el 2018 fueron revisadas al alza (+0.1 p.p.).

En Brasil, el PIB se incrementó 1% intertrimestral en el primer trimestre de 2017. Por su parte, en términos interanuales se redujo 0,35%, lo que indica una menor disminución respecto del trimestre anterior (-2,46%), debido principalmente a una menor contracción en los gastos del consumidor y en la formación bruta de capital fijo. Por su parte, el indicador de actividad económica mensual (IBC – Br) al mes de mayo tuvo un crecimiento de 1,4% en términos interanuales, la segunda tasa positiva del año, aunque menor a la esperada por el mercado (2,5%). Por otro lado, el PMI manufacturero se encuentra en zona de expansión a diferencia del informe anterior. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo descendió levemente a 13,3% al mes de mayo explicado mayormente por el aumento del empleo en el sector industrial y en los sectores de alojamiento y alimentación. Adicionalmente, es importante

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



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



mencionar que Brasil está atravesando una coyuntura de incertidumbre política desde mediados del segundo trimestre, lo cual afecta negativamente las perspectivas de su economía. En este sentido, las proyecciones de crecimiento de Brasil se han deteriorado con respecto al IPoM anterior, cayendo de 0,7% a 0,5% para el año 2017 y de 2,2% a 2,1% para el 2018.

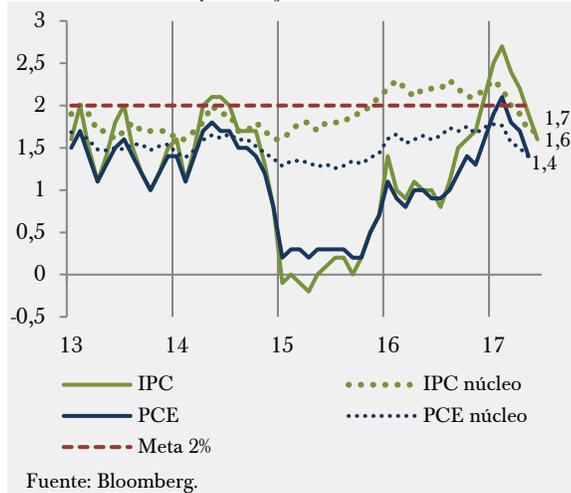
En Argentina, la estimación provisoria del PIB indica una expansión de 0,3% interanual en el primer trimestre de 2017. Dicho crecimiento se explica principalmente por el aumento de la formación bruta de capital fijo y del consumo privado. Según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), la economía creció 0,6% interanual en el mes de abril, por debajo de las expectativas del mercado (2%). Los sectores que explicaron mayormente este comportamiento fueron agricultura, transporte, comunicaciones y construcciones. Por su parte, el Estimador Mensual Industrial (EMI), presentó una variación interanual de 2,7%, la tasa más alta desde agosto del 2015 y muy superior a la presentada en el IPoM anterior (-6%). Este resultado expansivo se debió principalmente al crecimiento de la industria alimenticia (3,9%), la industria automotriz (17,4%) y las industrias metálicas básicas (2,6%). En cuanto a las proyecciones del PIB se realizaron correcciones a la baja tanto para el año 2017 como para el año 2018, debido a la incertidumbre política por los comicios electorales y, en cierta medida, al efecto contagio de la crisis de Brasil.

### Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de EE.UU. disminuyeron con respecto al IPoM anterior. El índice de precios al consumidor (IPC) descendió a 1,6% interanual en junio, mientras que el IPC núcleo, que excluye alimentos y energía, se estabilizó en 1,7% interanual. Por su parte, el índice PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) retrocedió a 1,4% interanual en mayo, al igual que el PCE núcleo. Respecto a la política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (Fed), considerando las condiciones laborales e inflacionarias observadas y esperadas, decidió elevar el rango objetivo de fondos federales a 1% - 1,25% en su reunión de junio. Se espera que la economía norteamericana siga creciendo a ritmo moderado durante el año 2017, al tiempo que el mercado laboral siga fortaleciéndose y la inflación retorne a la meta de 2% en el mediano plazo. En línea con la postura de la política

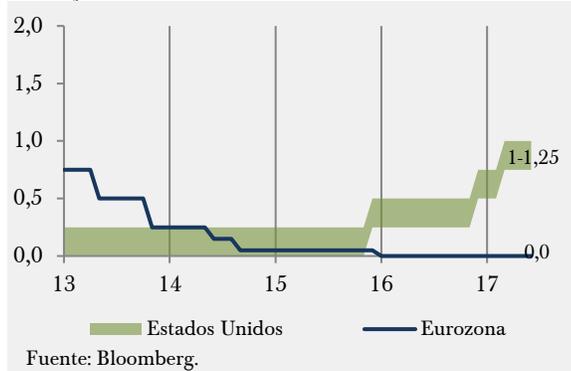
**Gráfico I.6**  
**Inflación en EEUU**

Variación interanual, porcentaje



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

Porcentaje



**Gráfico I.8**  
**Inflación en Eurozona**

Variación interanual, porcentaje



monetaria “acomodaticia” asumida por la Fed, se espera una suba adicional para finales del año corriente. Adicionalmente, cabe destacar, que la Fed planea comenzar próximamente con su programa de normalización de la hoja de balance.

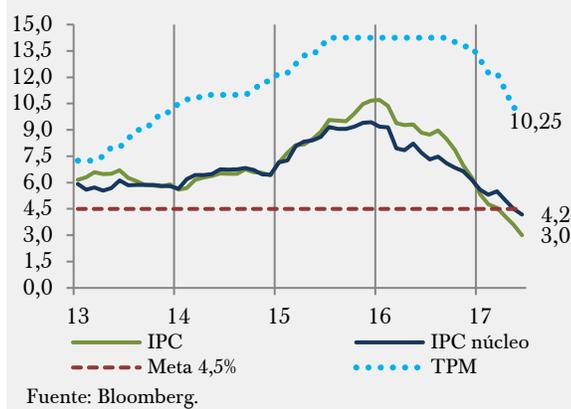
En la Eurozona, la tasa de inflación retrocedió a 1,3% interanual en junio, explicada por la desaceleración de los precios de la energía y los alimentos, mientras que la inflación núcleo aumentó levemente a 1,1%. En cuanto a la política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas claves de referencia en la reunión de junio considerando que aún es necesario mantener el perfil acomodaticio para asegurar un nivel de inflación compatible con la meta en el mediano plazo. Las tasas de facilidad de depósitos quedaron en -0,4%, las tasas de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y las tasas de facilidad marginal de crédito en 0,25%. En lo que respecta a las medidas no convencionales, las compras de activos se prevén continúen al actual ritmo de 60.000 millones de euros mensuales hasta al menos diciembre 2017. Posterior a este periodo, el mercado aumentó las probabilidades de reducción de este estímulo monetario tras las declaraciones del presidente del BCE.

En la región, la inflación de Brasil en junio fue 3% interanual, menor a la tasa presentada en el informe anterior y por debajo de la tasa objetivo de 4,5%. Del mismo modo, la inflación núcleo siguió con su tendencia de desaceleración, quedando en 4,2% en junio, también por debajo de la meta. Según la encuesta de Focus, se esperan menores tasas de inflación con respecto al IPoM anterior, tanto para 2017 (3,3%), como para el 2018 (4,2%). De este modo, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidió bajar la tasa SELIC a 10,25% anual en su última reunión de junio a fin de impulsar la actividad económica. El mercado espera que la tasa de política monetaria continúe en esta senda y cierre el año 2017 en 8%.

La inflación de Argentina medida por el INDEC sigue desacelerándose, mostrando una variación interanual de 21,9% en el mes de junio; mientras que la inflación núcleo interanual bajó a 22,8%. Asimismo, la inflación medida por el IPCBA retrocedió a 23,4% interanual en junio. Se espera que continúe esta reducción paulatina de la inflación en los próximos meses en línea con la implementación del esquema de metas de inflación por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA) quien se ha

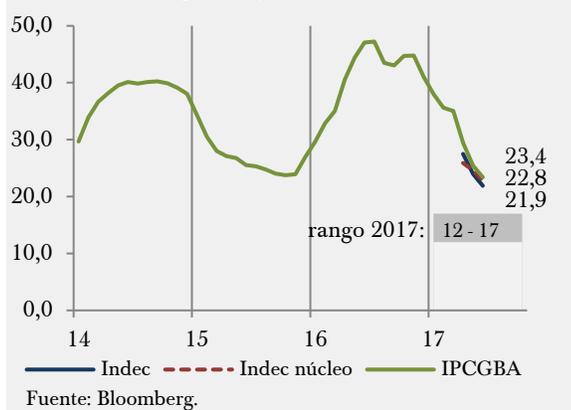
**Gráfico I.9**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



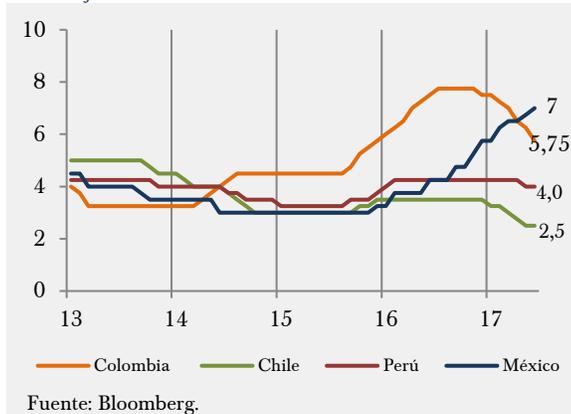
**Gráfico I.10**  
**Inflación en Argentina**

Variación mensual, porcentaje



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

Porcentaje



comprometido con un rango de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019. De esta manera, en su última reunión del mes de julio, el BCRA decidió mantener inalterada su tasa de política monetaria en 26,25%, vigente desde abril de 2017.

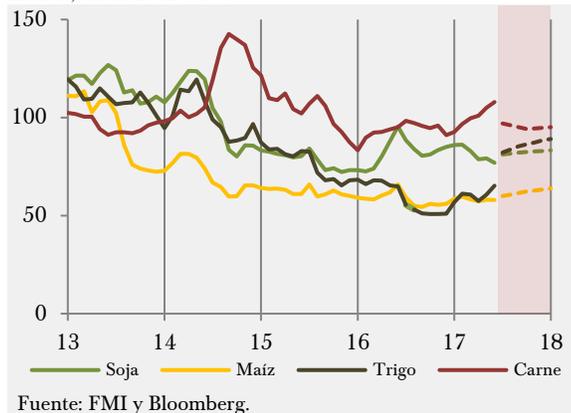
Entre los demás países de la región con metas de inflación (Gráfico I.11), se observó una reducción de las tasas de política monetaria con respecto al IPoM anterior, excepto en México, que incrementó su tasa de interés interbancaria hasta 7% interanual en su reunión de junio.

## Materias primas

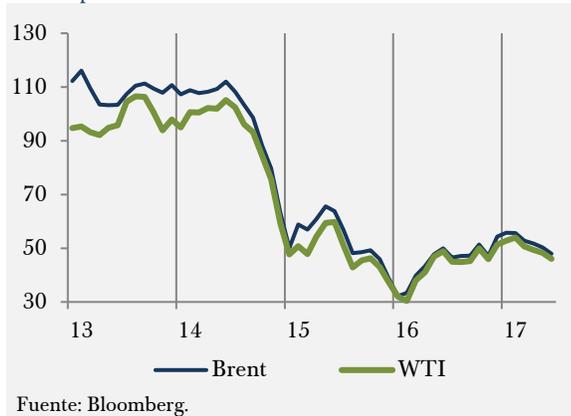
Los precios de los *commodities* presentaron comportamientos mixtos en relación a lo presentado en el IPoM anterior. Así, el precio de la soja registró una caída de 10%; sin embargo, los precios de contratos a futuro indican un incremento gradual del precio de la soja en los meses siguientes debido a recientes informaciones sobre las condiciones climáticas que afectarían a la producción. Por su parte, el precio del trigo se incrementó 6,7%, tendencia al alza que continuaría en los próximos meses como consecuencia también de las condiciones del clima. Mientras tanto, el precio del maíz cayó 3% en relación al informe anterior, lo cual que se revertiría en los meses siguientes según proyecciones del FMI. Finalmente, el precio de la carne se incrementó en 11,7%, en tanto que las proyecciones del FMI apuntan a un retroceso del mismo para el siguiente trimestre estabilizándose en un nivel similar al de inicios del año.

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, se observó un descenso durante el segundo trimestre del año, explicado principalmente por el aumento de la producción y las existencias en EEUU. Específicamente, el precio del petróleo Brent cayó 9,3% y el precio del WTI descendió en 9% respecto al informe anterior. Cabe destacar, que estos precios siguen en niveles muy por encima de los observados a inicios de 2016 y los contratos a futuro sugieren un paulatino aumento en los próximos trimestres, en parte como respuesta al renovado pacto de la OPEC con Rusia firmado a finales de mayo sobre recortes en la producción.

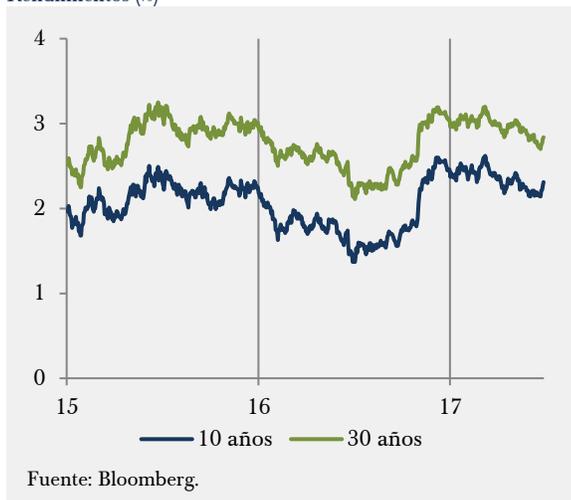
**Gráfico I.12**  
**Precios de commodities**  
Índices, enero 2012 = 100



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



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



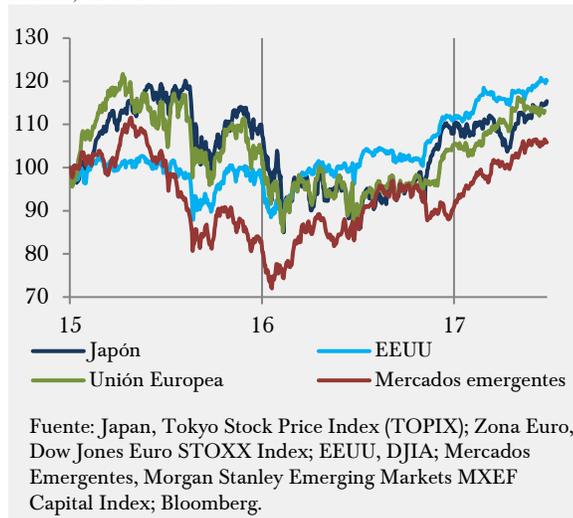
## Mercados financieros internacionales

En lo que respecta a los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU con vencimiento a 10 y a 30 años, ambos experimentaron en promedio caídas de 0,09 y 0,18 puntos porcentuales respectivamente con respecto al informe anterior. Estas reducciones se dieron en un entorno de incertidumbre sobre la gestión del gobierno y del incremento de tasas en junio por parte de la FED en un contexto de menores tasas de inflación. Sin embargo, a finales de julio, los rendimientos repuntaron luego de que el mercado interpretara un posible cambio hacia una política monetaria menos acomodaticia en Europa tras declaraciones de oficiales del Banco Central Europeo.

En comparación con el informe anterior, el índice bursátil de los Estados Unidos aumentó 3,6% apoyado por las condiciones financieras favorables y el optimismo respecto a las ganancias corporativas. Por otro lado, el índice Nikkei se recuperó 7,4% luego de haber caído fuertemente por la revalorización del yen y tensiones geopolíticas. La política monetaria acomodaticia, el ablandamiento de las condiciones financieras y el programa de estímulo fiscal fueron determinantes para dicha recuperación; sin embargo, las tensiones de la zona son un factor de riesgo latente. Por su parte, el índice europeo, fue el de menor crecimiento con un aumento de 1,7%, afectado en diferentes momentos del segundo trimestre por la incertidumbre política de Francia, Reino Unido y Brasil. Finalmente, el índice de mercados emergentes sigue con su misma dinámica expansiva, creciendo en 5,6% con respecto al informe anterior.

La cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció 4,7% en comparación con el último informe. Esta caída en la cotización de la divisa norteamericana se atribuye en parte a la incertidumbre generada con respecto a la implementación de políticas fiscales y comerciales anunciadas por el gobierno estadounidense. También influyó la mejora de las perspectivas económicas de los socios comerciales de EEUU, especialmente de Europa, que tras las elecciones presidenciales de Francia ha tendido a una sostenida apreciación del euro con respecto al dólar.

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

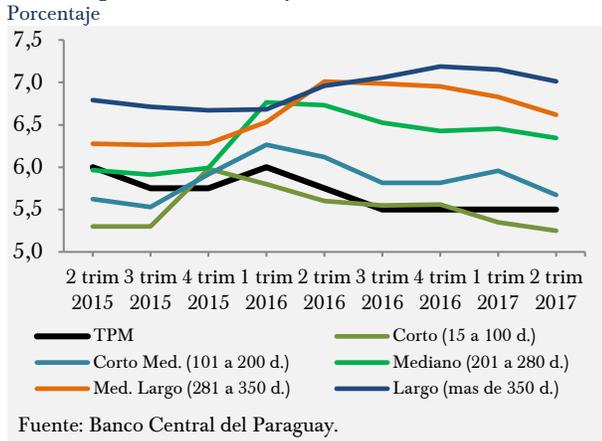


**Gráfico I.16**  
**Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales**  
Índice DXY (\*)

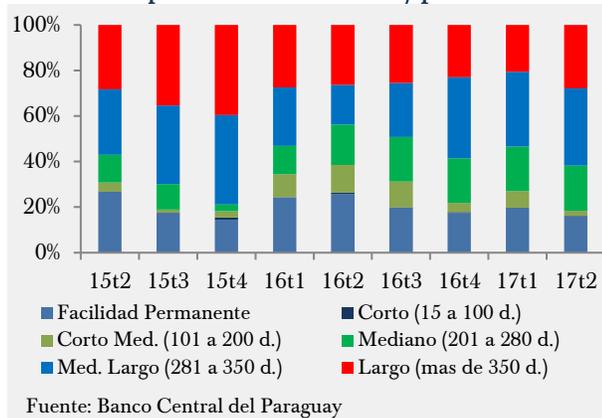


## II. Mercados Financieros

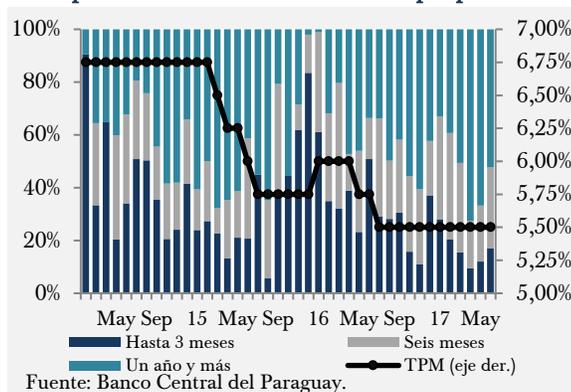
**Gráfico II.1**  
Tasas de política monetaria y de IRM



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



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



### Política Monetaria

En el contexto internacional, las economías avanzadas mostraban una mayor dinámica respecto a años anteriores, sin embargo, aún persistía un importante grado de incertidumbre, derivada principalmente de las medidas de política planteadas por el nuevo gobierno estadounidense.

En relación a los países de la región, las previsiones de crecimiento se debilitaron en comparación a lo previsto anteriormente, en tanto que, la inflación se ha ido reduciendo. Por otro lado, las tensiones derivadas del ámbito político en Brasil que podían implicar un riesgo para determinados sectores de la economía local, se habían moderado en las últimas semanas del mes de junio.

Por su parte, en el contexto doméstico, la actividad económica se había moderado en abril, como resultado del efecto de factores puntuales, entre ellos el clima. En cuanto a las distintas medidas de inflación, se había observado un incremento, aunque estaba explicado principalmente por el aumento de precios de unos pocos productos. No obstante, dichas medidas mantuvieron un comportamiento consistente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria. Además, las expectativas de inflación seguían ancladas al objetivo inflacionario.

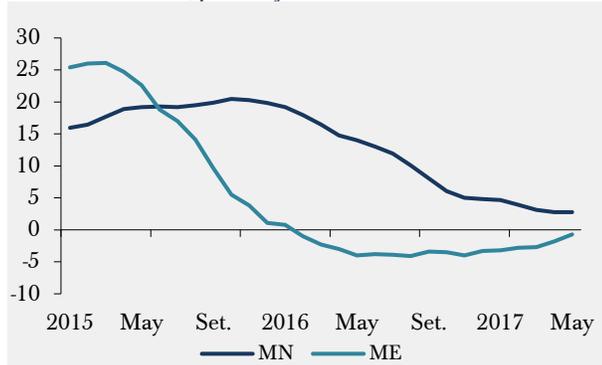
En este contexto, el Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) consideró apropiado mantener la tasa de Política Monetaria en 5,50% anual durante todo el segundo trimestre de 2017 (reuniones de abril, mayo y junio).

### Instrumentos de Regulación Monetaria

Las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) mostraron un perfil distinto a lo que se había observado en el primer trimestre de 2017, cambiando desde plazos inferiores a plazos superiores. Así, se incrementaron las colocaciones de más de seis meses a expensas de las de menores plazos. Particularmente, se incrementaron el mediano plazo (201 a 280 días), el mediano largo (281 a 350 días) y el largo (más de 350 días), cuya suma

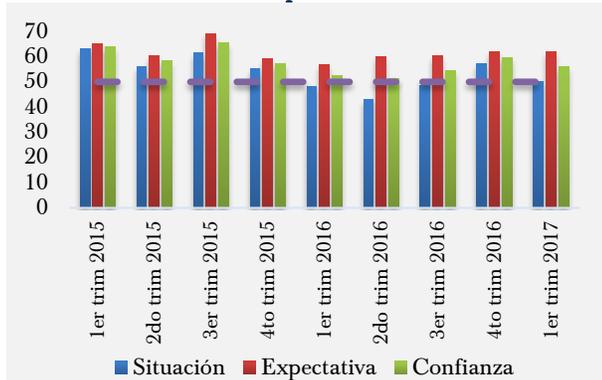
**Gráfico II.4**  
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



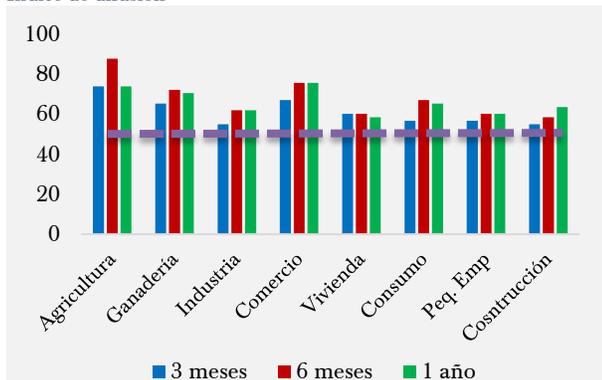
Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico II.5**  
Índice de Difusión de las Expectativas Sectoriales del Crédito



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico II.6**  
Índice de situación, expectativa y confianza del crédito.  
Índice de difusión



Fuente: Banco Central del Paraguay.

acumulada asciende al 81,6% en comparación al 73,0% del primer trimestre de 2017 (gráfico II.2).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el segundo trimestre del año se registró un mayor apetito por los plazos de los instrumentos de un año y más, y un menor apetito por los plazos iguales o inferiores a seis meses. Así, en el segundo trimestre del año la demanda por títulos para plazos hasta 3 meses representó el 11,8% del total, la de 6 meses representó el 21,4% y la de 1 año y más representó el 66,8% (22%, 38%, 40% en el primer trimestre, respectivamente) (gráfico II.3).

### Condiciones Financieras

El crecimiento de los créditos bancarios en moneda nacional (MN) se ha estabilizado en los últimos meses, mientras que los créditos denominados en moneda extranjera continúan mostrando una mejora paulatina, si bien se mantiene la variación negativa. Así, en mayo, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 2,7%, similar al registrado al cierre del último informe (IPoM de marzo). Por otra parte, los créditos en moneda extranjera mostraron una variación interanual de -0,7% (-2,8 en el IPoM anterior) (gráfico II.4).

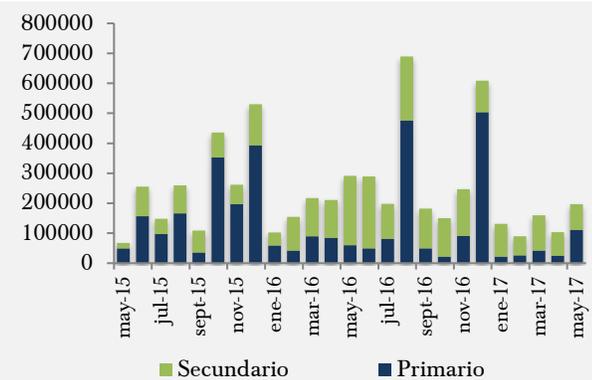
Conforme a los resultados de la Encuesta sobre Situación General del Crédito (Primer Trimestre 2017), el 52% de los encuestados consideró que la coyuntura económica es óptima para el otorgamiento de créditos, especialmente en los sectores de agricultura, ganadería, comercio y consumo.

Por otro lado, el índice de difusión de expectativa, que se construye a partir de la pregunta “cómo será el crédito en los siguientes tres meses”, se mantiene en la zona de expansión, lo que indica que, a pesar del lento crecimiento del crédito registrado en los datos realizados, los agentes financieros se mantienen optimistas respecto de la recuperación del mismo (gráfico II.5).

Asimismo, los indicadores de difusión de las expectativas, referentes a los créditos por sectores para tres, seis y doce meses continúan en la zona de expansión (gráfico II.6).

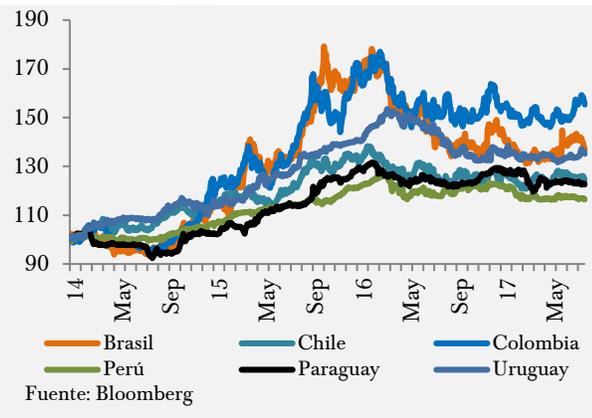
Finalmente, es importante recalcar que los principales ratios del sistema financiero continúan sólidos y en niveles considerados adecuados conforme a las recomendaciones de

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



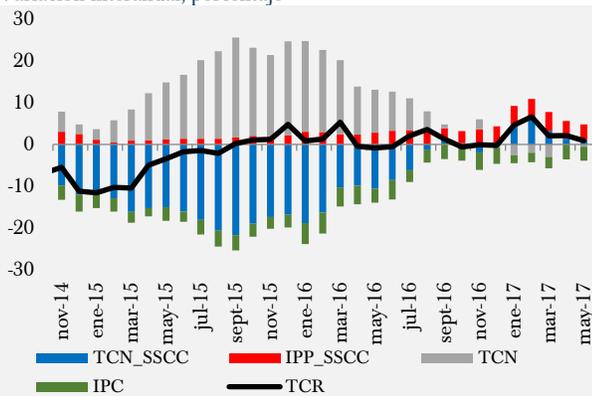
Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA).

**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**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

las buenas prácticas de supervisión a nivel internacional. Así, se observan, niveles de solvencia que satisfacen los requisitos mínimos establecidos por Basilea y la rentabilidad, si bien no tiene los mismos niveles de años anteriores sigue siendo uno de los mejores de la región, con baja morosidad y una alta liquidez.

## Mercado bursátil

El total negociado al mes de mayo en la bolsa de valores registró una disminución acumulada de 30,4%. Este resultado se explica por la disminución de las operaciones en el mercado secundario (29,2%) y en el mercado primario (32,7%). Por otro lado, del total negociado durante el año, 33,1% correspondió a transacciones en el mercado primario y 66,9% al mercado secundario (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en mayo, la distribución es la siguiente: bonos subordinados (53%), bonos públicos (30%), bonos corporativos (10%), acciones (3%), títulos de crédito (2%) y bonos financieros (2%).

En mayo la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 9,5% para las operaciones en moneda nacional y 7,5% para aquellas en moneda extranjera.

## Tipo de cambio

Entre finales de junio y finales de marzo, el guaraní se mantuvo relativamente estable, aunque se apreció levemente en 1,5% con respecto al dólar. Las otras monedas de la región, a excepción del peso uruguayo, mostraron un comportamiento distinto, debido a que las mismas se depreciaron en el mismo periodo de referencia. Así, el real brasilero y el peso colombiano se depreciaron 6,0%, el sol peruano en 0,1% y el peso chileno en 0,6% (gráfico II.8).

Por su parte, la depreciación interanual del tipo de cambio real multilateral (TCR) se ha reducido en los últimos meses, ubicándose en 0,9% en el mes de mayo. Esto se debe fundamentalmente a la disminución de la inflación y de la apreciación (respecto al dólar) de los socios comerciales (gráfico II.9).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

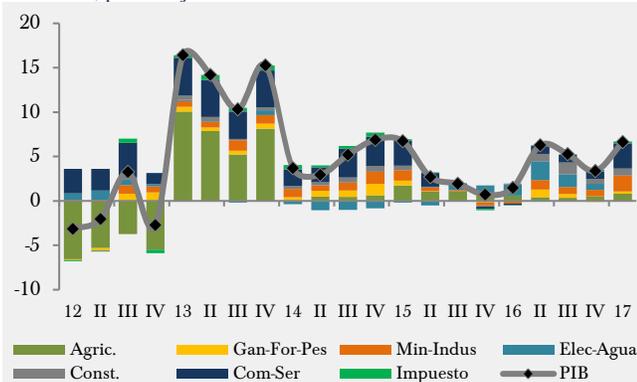
Sectores	Pond. 2016	2016				2017
		I	II	III	IV	I
Agricultura	18,7	2,8	2,2	2,2	2,7	3,7
Ganadería, forestal y pesca	6,5	-1,1	14,3	5,6	-1,8	4,6
Industria y minería	10,8	-2,3	10,8	7,0	7,0	16,9
Electricidad y agua	11,5	11,9	20,0	13,2	6,4	-0,7
Construcción	4,2	2,7	23,0	33,6	14,7	22,7
Servicios	42,1	-0,4	2,1	2,0	2,0	7,0
Impuestos a los productos	6,1	-0,6	0,7	0,9	2,5	3,8
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>
<b>PIB sin Agric. y sin Bin.</b>	<b>71,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>8,5</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

**PIB: Sectores de Oferta**

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

**PIB: componentes de demanda**

Variación interanual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

#### Actividad y demanda

La actividad económica siguió mostrando una importante dinámica y diversificación al cierre del primer trimestre del 2017. En este periodo, el PIB registró un crecimiento interanual de 6,6%, sustentado fundamentalmente (por el lado de la oferta) en el desempeño favorable de los sectores de servicios, industria y construcciones, como así también en la mayor producción agrícola. Por el lado del gasto, el crecimiento fue impulsado principalmente por la demanda interna (inversiones y consumo privado), y en menor medida, por las exportaciones netas.

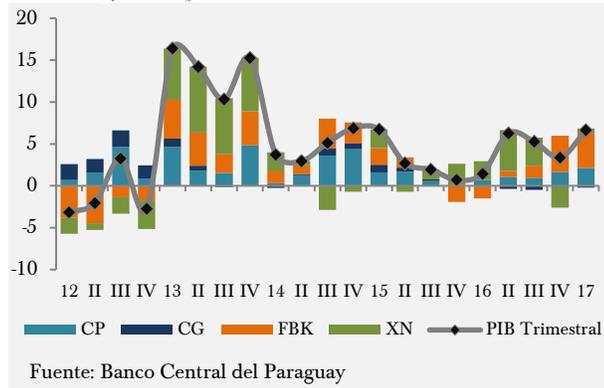
A nivel de sectores, el de los servicios ha verificado un crecimiento interanual de 7,0% en el primer cuarto del 2017, muy por encima de las tasas verificadas en el 2016. Este desempeño se explicó principalmente por los buenos resultados observados en la actividad comercial, en parte explicados por el comercio de frontera. Además del comercio, otras actividades de servicios han mostrado una expansión, tales como el transporte, los servicios a las empresas, servicios a los hogares, hoteles y restaurantes (tabla III.1).

Asimismo, la industria manufacturera mostró un elevado incremento interanual en el periodo de referencia (16,9%). Este resultado está vinculado principalmente al buen dinamismo de las industrias de alimentos (la producción de carne, aceites, molinerías y panaderías) y a la elaboración de bebidas y tabaco. De igual manera, dentro de las otras industrias se destacaron los productos metálicos, minerales no metálicos, papel, textiles y prendas de vestir, madera y químicos.

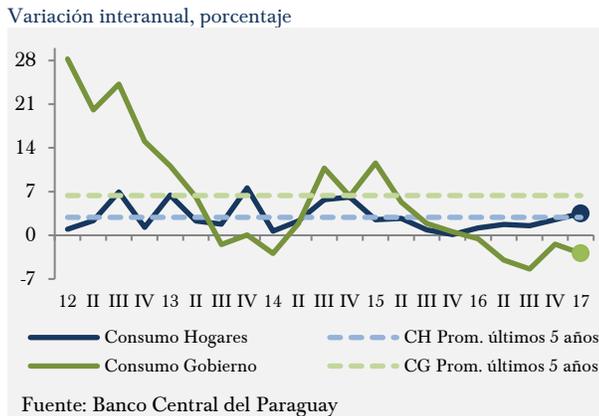
Por su parte, el sector de la construcción mantuvo su trayectoria positiva por quinto trimestre consecutivo, registrando nuevamente un significativo incremento en términos interanuales (22,7%) en el primer trimestre de 2017. El crecimiento del sector sigue siendo sustentado por los emprendimientos del sector privado (edificios corporativos, departamentos y centros comerciales) y complementados por la inversión física del gobierno central.

Con respecto al sector agrícola, el mismo mostró un crecimiento interanual de 3,7% en el primer trimestre del año,

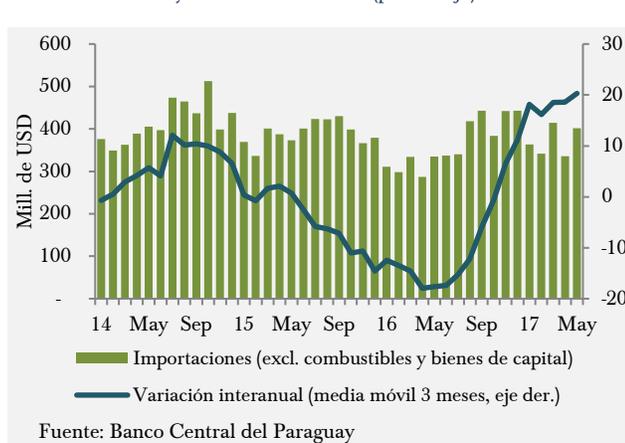
**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencia, porcentaje



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



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



resultado que obedece principalmente a los mayores niveles de producción de la soja, complementada con otros cultivos como el arroz y el tabaco. Se prevé que el sector en su conjunto crecería en torno al 4% en el 2017.

Por otro lado, el sector ganadería, forestal y pesca registró un repunte interanual de 4,6% (caída de 1,8% en el trimestre anterior), explicado en gran medida por el mayor volumen de faenamiento de ganado bovino destinado a la exportación. En el primer trimestre, Rusia y Chile constituyeron los principales mercados de la carne paraguaya, con 34% y 28% del total de toneladas exportadas, respectivamente. La producción de aves, segunda en importancia en el sector, mostró mejores niveles de producción mientras que los otros productos pecuarios como producción de leche y huevo presentaron caídas en el primer trimestre.

Finalmente, el sector de electricidad y agua (que incluye las binacionales) registró una variación interanual de -0,7%, después de seis trimestres de expansiones consecutivas. Este desenvolvimiento se debió principalmente a la disminución en la distribución de energía eléctrica, cuyo comportamiento no pudo ser compensado por la generación de energía eléctrica de las binacionales. Se debe resaltar la presencia de un “efecto base” significativo debido a los niveles récords logrados en el mismo período del año pasado, lo que condicionó el crecimiento en el periodo actual y que seguirá siendo relevante en los próximos trimestres.

Los resultados positivos del sector industrial manufacturero y de la construcción son consistentes con los datos de empleo publicados por la DGEEC al primer trimestre de 2017, en donde sobresalen los importantes crecimientos en la generación de empleo en la manufactura (12,5%) y en el sector de la construcción (32,6%).

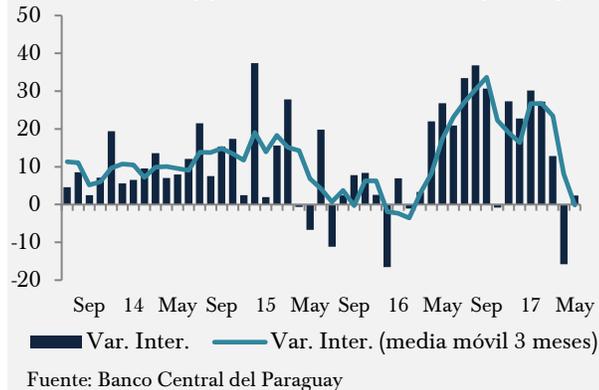
Desde la perspectiva del gasto, en el primer trimestre de 2017, el impulso positivo del PIB provino de la demanda interna (incremento interanual de 7,2%), sostenida a su vez por el desenvolvimiento favorable del consumo y de las inversiones. Este resultado fue acompañado la dinámica positiva del sector externo.

Entre los principales componentes de la demanda interna, se han verificado aumentos de 2,7% en el consumo total y de 26,4% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

**Gráfico III.5**

**Indicador del sector construcción**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

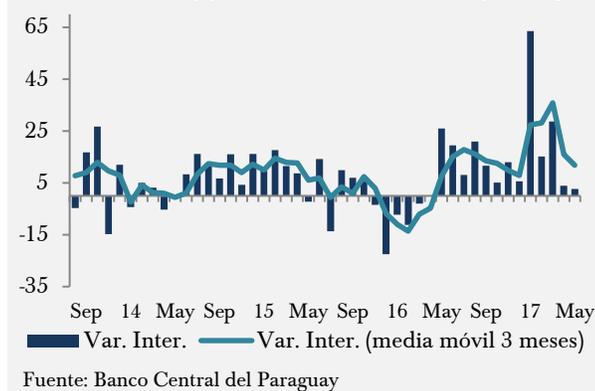


Al desagregar el consumo total, nuevamente se registraron resultados contrapuestos para ambos sub-componentes, mostrando el consumo público una contracción interanual de 2,9%, explicada por las reducciones en los gastos corrientes. Por su parte, el consumo privado ha verificado un incremento interanual de 3,5%, impulsado básicamente por la recuperación de las compras de los bienes durables (equipamientos del hogar), vestimenta, transporte y alimentos; lo cual va en línea con el aumento de las importaciones de bienes para consumo interno y la reanudación de algunas de las promociones de compras con tarjetas de crédito.

**Gráfico III.6**

**Indicador de la inversión total**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



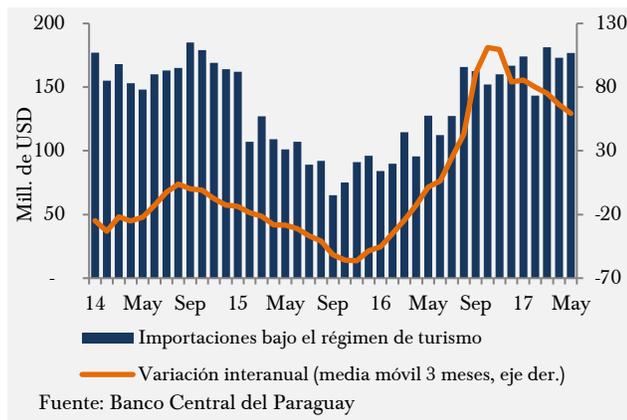
A su vez, el comportamiento de la FBK se explica por el importante incremento en la formación bruta de capital fijo (FBKF) que creció 30,1% en términos interanuales, explicada fundamentalmente por la continuidad de la expansión de las construcciones privadas complementadas también por el incremento de la inversión pública y de las importaciones de bienes de capital.

Por el lado de la demanda externa, tanto las exportaciones como importaciones de bienes y servicios han evidenciado un fuerte incremento, con variaciones interanuales de 8,2% y 9,8%, respectivamente.

**Gráfico III.7**

**Importaciones bajo el régimen de turismo**

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



De esta manera, la demanda interna ha sido el componente de la demanda agregada que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el primer trimestre, con 6,1 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose la FBK con 4,2 p.p. y el consumo total con 1,9 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas incidieron positivamente, aunque en menor medida, con 0,5 puntos porcentuales.

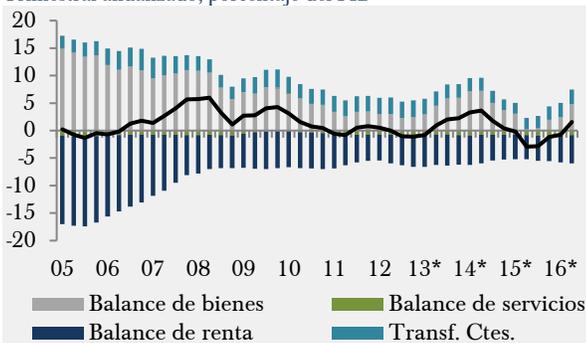
La actividad económica en general evoluciona en línea con la estimación de crecimiento para el 2017 (4,2%). Se sigue observando un buen comportamiento de los principales sectores industriales (carnes, bebidas y tabaco, industrias metálicas y no metálicas). De igual forma, se sigue manteniendo un crecimiento significativo de las importaciones bajo el régimen de turismo (productos destinados fundamentalmente a la reexportación), que sustenta la dinámica favorable del comercio de frontera (gráfico III.7). No obstante, es importante señalar que en los últimos meses algunos sectores de la economía fueron fuertemente afectados por factores exógenos, principalmente

**Gráfico III.8**  
**Compras y transacciones con tarjetas de crédito**  
Variación interanual (porcentaje)



Fuente: Bancard.

**Gráfico III.9**  
**Cuenta Corriente: Componentes y Saldo**  
Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



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

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

	2015 *	2016 *	2017 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>-287,3</b>	<b>459,8</b>	<b>339,1</b>
Balanza Comercial	581,0	1.366,5	1.257,1
Exportaciones	10.897,8	11.155,4	11.667,0
Importaciones	-10.316,8	-9.788,8	-10.409,9
Servicios	-244,0	-221,1	-244,6
Renta	-1.296,5	-1.461,2	-1.487,7
Transferencia Corriente	672,2	775,5	814,2
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

climáticos, que en parte influirán en los datos de crecimiento del segundo trimestre.

Finalmente, se destaca la continuidad en la recuperación de las importaciones de bienes para consumo interno y las compras con las tarjetas de crédito, los cuales podrían contribuir en parte, a consolidar el desempeño del consumo privado en los próximos trimestres (gráfico III.8).

### Cuenta Corriente

El cierre del año 2016 no ha registrado modificaciones con relación al informe de política monetaria del mes de marzo. Así, la cuenta corriente mantiene el saldo positivo de USD 459,8 millones (1,7% del PIB).

Asimismo, para el año 2017, se mantienen las estimaciones realizadas en el informe anterior. No obstante, es preciso señalar que si bien la expansión de las exportaciones se ha moderado hacia finales del primer semestre (2,5% acumulado a junio), los datos preliminares del mes de julio dan cuenta de una recuperación importante, principalmente de la semilla de soja, carne y madera. Así, la estimación de crecimiento de las exportaciones totales se mantiene, por el momento, en 4,6% para el 2017.

Por su parte, las importaciones siguen mostrando una buena dinámica, cerrando el primer semestre con un crecimiento acumulado de 19,7%, impulsado principalmente por las importaciones registradas que se incrementaron 24,5%. Entre estas, las importaciones para uso interno (bienes de consumo y de capital) crecieron 17,3% y las importaciones bajo el régimen de turismo acumularon una expansión de 62,6%. Este comportamiento se encuentra en línea con la recuperación prevista del consumo privado, como así también de la mejora de la inversión en maquinarias y equipos, que en los últimos años ha sido afectado negativamente por la caída de los precios de los *commodities*. Asimismo, la mejora relativa de la economía brasileña y la apreciación de su moneda han contribuido a la recuperación significativa del comercio de frontera. No obstante, teniendo en cuenta el importante efecto base, podría observarse una moderación en el segundo semestre, por lo que se ha considerado apropiado mantener la estimación de crecimiento de 6,3% para el 2017.

Tabla III.4

**Finanzas públicas – Administración Central**

En miles de millones de Guaraníes

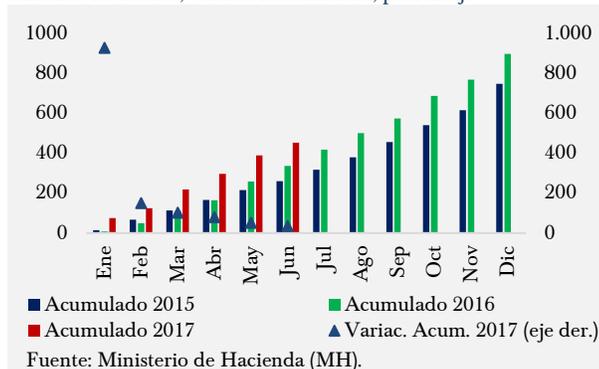
	Jun. 2016	Jun. 2017	Variación (%)
Ingreso total recaudado	13.226	14.223	7,5
Ingresos tributarios	9.399	10.234	8,9
Otros ingresos	3.827	3.989	4,2
Gasto total obligado	12.235	12.920	5,6
Remuneración a los empleados	6.055	6.309	4,2
Uso de bienes y Servicios	1.175	1.172	-0,3
Prestaciones Sociales	1.864	2.058	10,4
Otros Gastos	3.141	3.381	7,7
Adquisición Neta de Activos No Financieros	1.685	2.270	34,7
Balance Operativo	992	1.303	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	-693	-967	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.10

**Inversión física de la Administración Central**

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Con estos datos, el superávit en cuenta corriente se ubica en 1,2% del PIB, igual a la estimación del informe anterior de marzo (tabla III.3).

**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, el gasto total ha registrado un aumento a tasas moderadas respecto al IPoM de marzo.

El ingreso total recaudado a junio ascendió a 14,2 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 7,5% comparado con el mismo periodo del año anterior. Esta variación se explica principalmente por el crecimiento de los ingresos tributarios cuya incidencia en el total recaudado fue de 6,3 puntos porcentuales (p.p.) y en menor medida por el aumento de los ingresos no tributarios (1,2 p.p.), entre los cuales se incluyen los ingresos provenientes de las Regalías y Compensaciones de Itaipú y Yacyretá (tabla III.4)

El gasto total obligado a junio totalizó 12,9 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 5,6% respecto al acumulado a junio de 2016. Con relación al gasto en remuneración a empleados, se observa un incremento del 4,2% al primer semestre del año, porcentaje que si bien es superior al crecimiento observado en el mismo periodo del año anterior (0,7%), está muy por debajo del promedio observado en los últimos 10 años (12,8%)<sup>3</sup>.

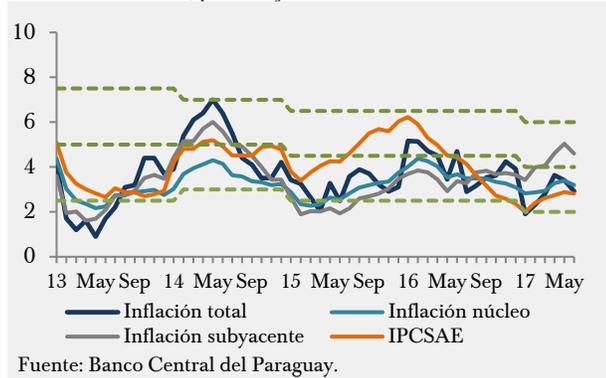
Por su parte la Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un crecimiento acumulado de 34,7% al mes de junio (gráfico III.10), por encima del aumento de 29,2% observado en el mismo periodo de 2016.

Finalmente, el mayor incremento de los gastos (incluido Adquisición Neta de Activos no Financieros) frente al incremento de los ingresos de la Administración Central arrojó un déficit (Préstamo o Endeudamiento neto) acumulado de 967 mil millones de guaraníes a junio (-0,6% del PIB), lo que en términos anualizados equivale a -1,5% del PIB.

<sup>3</sup> Crecimiento interanual promedio correspondiente al periodo enero 2008 – junio 2017.

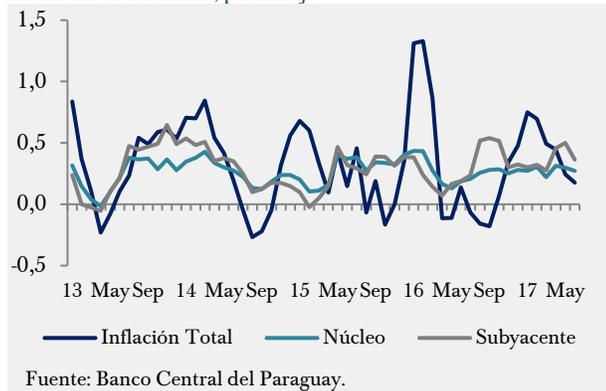
**Gráfico III.11**  
**Indicadores de inflación**

Variación interanual, porcentaje



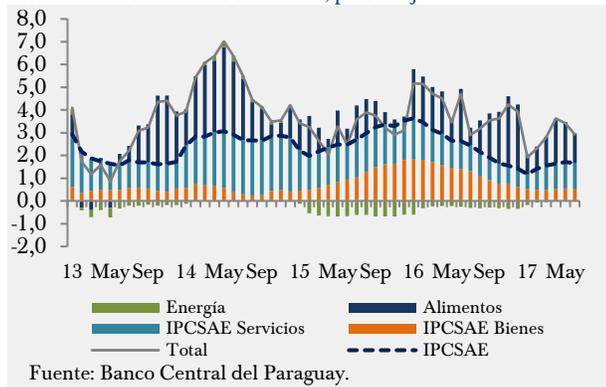
**Gráfico III.12**  
**Inflación mensual**

Media móvil tres meses, porcentaje



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

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



## Evolución de los precios

El comportamiento de los precios durante el segundo trimestre del año 2017 estuvo caracterizado por incrementos en los precios de los productos alimenticios, servicios y bienes duraderos, así como también por el aumento de precios de bienes administrados (energía eléctrica).

La inflación total registró una variación interanual de 2,9% en el mes de junio, mayor al 2,8% observado en marzo del corriente año. El promedio del segundo trimestre del 2017 se situó en 3,3%, superior al 2,3% verificado en el primer trimestre del 2017, aunque inferior al promedio del 4,2% observado en el segundo trimestre del año pasado.

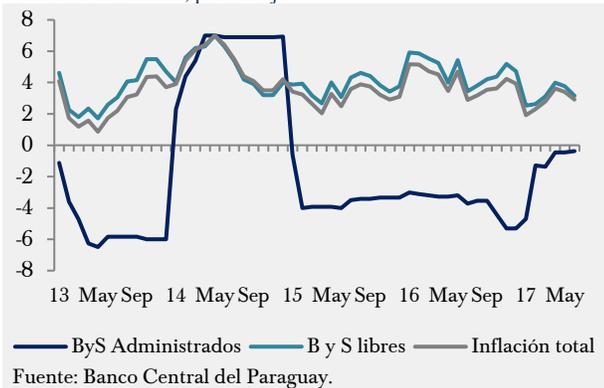
En alimentación se registraron subas de precios en carnes y productos lácteos, explicadas fundamentalmente por factores climáticos adversos, que afectaron la oferta. A su vez, se destacan los incrementos de precios observados en panificados, huevos y azúcar. Por otra parte, se subraya las reducciones de precios registradas en los rubros volátiles durante el periodo.

Por otro lado, en el segundo trimestre del 2017, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 4,7% y 5,5%, por encima de las registradas en el primer trimestre del año 2017 (3,8%, 4,7%, respectivamente). Por su parte, la inflación núcleo mostró un comportamiento similar con respecto a la inflación total, promediando una tasa interanual del 3,3% (2,9% primer trimestre del 2017) (gráfico III.11).

En términos mensuales, la inflación promedio entre abril y junio del corriente fue 0,2%, inferior al 0,5% observado entre enero y marzo del 2017, y superior a lo registrado en el trimestre abril-junio del año pasado (0,1%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas del 0,3% y 0,4% respectivamente, en tanto las registradas entre enero y marzo de 2017 fue de 0,2% y 0,3% respectivamente para ambos indicadores (gráfico III.12).

Asimismo, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el segundo periodo (abril-junio) promedió una tasa interanual de 2,8%, mayor al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,3%. Este comportamiento está explicado por el

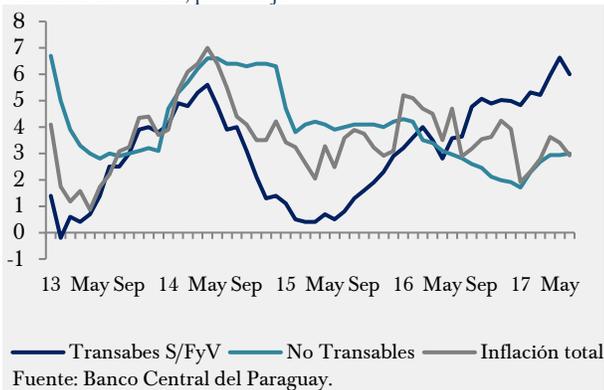
**Gráfico III.14**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



incremento observado en el IPCSAE servicios, cuya tasa de variación interanual en promedio se incrementó de 2,5% en el primer trimestre del año a 3,2% en el periodo de referencia actual. Esto como consecuencia de la suba de precios de alquileres, servicio doméstico, gasto de salud, entre los destacados (gráfico III.11) (gráfico III.13).

Asimismo, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -0,4%, superior a la observada entre los meses de enero y marzo (-2,5%). En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,6% (2,8% en el primer trimestre del 2017) (gráfico III.14).

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

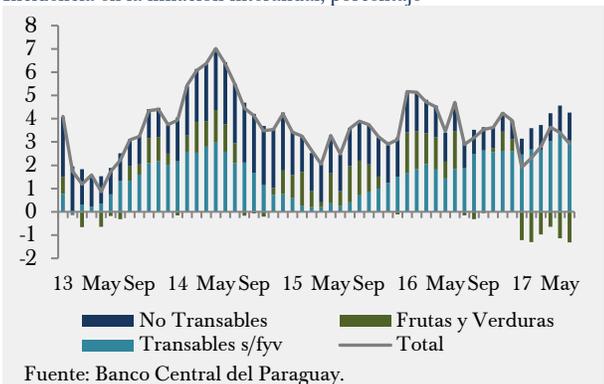


Entre los bienes no transables, se destacan los incrementos de precios en energía eléctrica, alquileres, gastos de salud, servicio doméstico, entre otros (gráfico III.15) (gráfico III.16).

Asimismo, en el trimestre abril – junio, los precios de bienes duraderos mostraron una suba, especialmente de aquellos de origen importado, comportamiento que fue atenuado por la leve apreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano observado en el segundo trimestre (gráfico III.17).

Por su parte, entre los bienes derivados del petróleo, las naftas registraron disminuciones de precios, debido a una menor cotización del crudo observado durante el periodo.

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

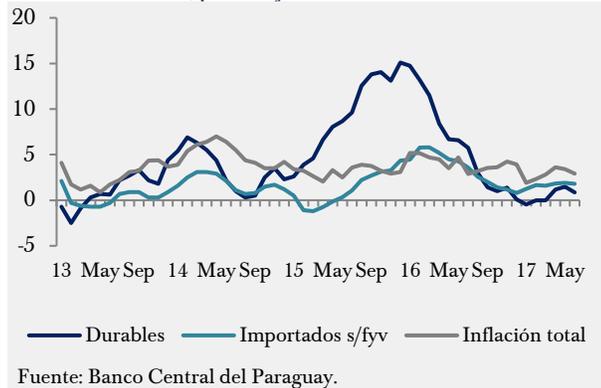


Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4,5% anual) promedió en este periodo 28,8%, similar al promedio observado en el primer trimestre del año 2017 que fue de 28,4%, pero menor al promedio histórico de 30,9% (gráfico III.18).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en términos mensuales, entre abril y mayo de este año, la variación fue 1,6%, superior a la variación promedio mensual observada en el primer trimestre (1,2%). Este resultado se explicó principalmente por el aumento de los precios internacionales del maíz, trigo, carne, cerdo, arroz, y aceite. Por su parte, la variación interanual promedio para segundo trimestre fue 2,6%, inferior al 11,7% observado entre enero y marzo del año 2017 (gráfico III.19).

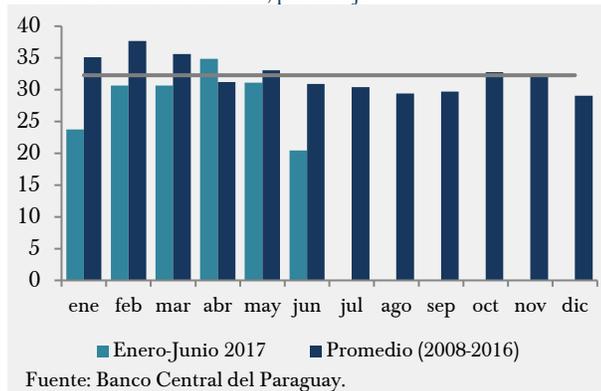
Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de junio,

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



se ubican en 4% para el cierre del año 2017. Asimismo, para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman una inflación anual del 4%, en línea con la meta de inflación del BCP.

**Gráfico III.18**  
**Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)**  
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



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



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

### Escenario base de proyección

La economía a nivel global presenta cierta mejora en su ritmo de crecimiento, aunque persisten riesgos a la baja por la incertidumbre política en algunas economías, principalmente en la región. Al respecto, al examinar entre países o regiones se observa un comportamiento mixto de los indicadores de actividad económica observados y, en consecuencia, del crecimiento económico previsto para 2017 y 2018 respecto a lo presentado en el IPoM anterior.

Las proyecciones de crecimiento mundial indican un mayor dinamismo en 2017 y 2018 respecto de lo observado en el año 2016 y de lo previsto en el IPoM anterior. En tal sentido, las proyecciones aumentaron a 3,4% para el 2017 y a 3,5% para el año 2018 (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones se mantienen en 2,2% y 2,3% para los años 2017 y 2018 respectivamente como en el IPoM anterior. Las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas hacia arriba de 1,6% a 1,9% para 2017 y marginalmente de 1,6% a 1,7% para 2018.

Las estimaciones para China presentan leves revisiones al alza para 2017 y 2018, con lo que la tasa de crecimiento del PIB pasaría a 6,6% en 2017 y a 6,3% en 2018.

Con respecto a las economías de la región, Brasil mantiene su previsión de crecimiento con cifra positiva para el 2017, sin embargo, muestra un deterioro respecto a lo previsto en el informe anterior. Así, para el presente año se estima una variación anual de 0,5% (0,7% en marzo) mientras que, para el próximo año, la estimación se ubica en 2,1%, levemente por debajo del 2,2% previsto en el informe anterior. Por su parte, Argentina presenta también una revisión a la baja en su proyección de crecimiento para el 2017, de 2,9% a 2,8% y de 3,2% a 3,0% para el 2018. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur se revisaron a la baja para 2017 y 2018 (tabla IV.1).

Por otro lado, las proyecciones de crecimiento a nivel de los socios comerciales de Paraguay se mantuvieron en 1,9% y 2,4% para los años 2017 y 2018 respectivamente, debido a

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

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Mundo	3,1	3,2	3,4	3,1	3,4▲	3,5▲
EE UU	1,6	2,2	2,3	1,6	2,2	2,3
Eurozona	1,8	1,6	1,6	1,8	1,9▲	1,7▲
China	6,7	6,5	6,2	6,7	6,6▲	6,3▲
Brasil	-3,6	0,7	2,2	-3,6	0,5▼	2,1▼
Argentina	-2,3	2,9	3,2	-2,3	2,8▼	3▼
Socios comerciales	0,6	1,9	2,4	0,6	1,9	2,4
Socios Mercosur	-2,9	1,1	2,3	-2,9	1,0▼	2,2▼

Fuente: Bloomberg

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

	2016	2017(f)	2017(i)
Sector Primario	2,9	3,7	0,9
Agricultura	2,5	4,0	0,7
Ganadería	3,7	2,5	0,1
Otros Primarios	5,8	5,2	0,1
Sector Secundario	10,4	3,9	1,0
Manufactura	5,4	8,5	0,9
Construcción	18,6	7,0	0,3
Electricidad y Agua	12,6	-1,5	-0,2
Sector Terciario	1,4	4,8	2,0
Gobierno General	-2,8	0,0	0,0
Comercio	2,9	7,0	1,0
Comunicaciones	-2,7	2,0	0,1
Otros Servicios <sup>4</sup>	3,3	5,9	1,0
Impuestos	0,9	3,5	0,2
PIB a precios de mercado	4,0	4,2	
PIB sin agricultura, ni binacionales	3,2	5,3	

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

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

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,0	4,2
Demanda Interna	1,7	2,3	5,3
Formación bruta de capital	1,2	6,4	11,3
Formación bruta de capital fijo	2,2	7,9	11,3
Consumo total	1,9	1,2	3,5
Consumo privado	1,5	1,7	3,9
Consumo público	4,3	-2,8	0,7
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	2,7	4,0
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-0,7	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	1,7	1,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,4	17,7	18,8
FBKF (% del PIB real)	18,7	19,4	20,7

Fuente: Banco Central del Paraguay  
 (f) Proyección

que las reducciones previstas en socios como Brasil y Argentina fueron compensadas por revisiones al alza (respecto de lo previsto en el IPoM anterior) en Rusia y otros socios comerciales de países desarrollados.

Respecto de la inflación, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona se prevén menores tasas de inflación con relación a las previstas en el IPoM de marzo. Al respecto, en Estados Unidos se espera que este año se ubique en 2,1% (2,5% IPoM anterior) y en 2018 se mantenga en torno a dicho nivel (2,1% anual). En la Eurozona, la inflación ascendería a 1,5% anual en 2017 (1,7% IPoM anterior) y alcanzaría 1,4% en 2018.

En la región, se redujeron las expectativas de inflación para Brasil. Así, la inflación esperada es de 3,7% anual en el 2017 y 4,3% en 2018 (4,3% y 4,4% respectivamente en el IPoM anterior). Las estimaciones para Argentina fueron corregidas al alza e indican que se ubicaría en 21,7% en 2017 (20,9% IPoM de marzo) y para el próximo año se prevé un menor nivel de inflación en torno a 15,7%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 1,025% en promedio en 2017, por encima de lo previsto en el IPoM anterior y con una tendencia gradual ascendente en 2018 (1,7% en promedio).

En el contexto doméstico, la estimación de crecimiento se mantuvo en 4,2%, aunque con una recomposición interna sustentada básicamente en la evolución observada de los sectores y las perspectivas para el segundo semestre. Por un lado, se corrigieron al alza las previsiones de crecimiento de la industria manufacturera y del comercio, entre los más importantes. Por otro lado, se corrigieron a la baja las estimaciones de crecimiento de construcciones y producción de energía eléctrica. Por el lado del gasto, el consumo privado, las exportaciones y las importaciones mantuvieron sus tasas de crecimiento, mientras que la formación bruta de capital se corrigió levemente a la baja, siendo compensada por la mejora en las estimaciones del consumo público. En general, el 4,2% seguirá siendo explicado en gran medida por el sector terciario y secundario, por el lado de la oferta, mientras que la

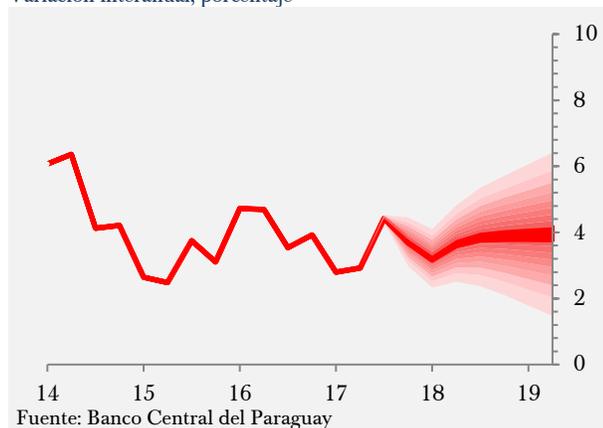
<sup>4</sup> Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

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

(f) Proyección  
(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.  
(\*\*) Corresponde a la inflación de fin de periodo.  
(\*\*\*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2019.

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



demanda interna (consumo e inversión) continuará siendo el principal impulsor por el lado del gasto (tablas IV.2 y IV.3).

Con respecto a la inflación total, en el escenario base, la tasa proyectada para diciembre de 2017 se ubica en 3,5%, igual a la prevista en el informe anterior. Por su parte, la estimación de la inflación subyacente se redujo levemente de 3,7% a 3,6%, explicada, en parte, por un nivel de tipo de cambio menor al esperado para el segundo trimestre (tabla IV.4). A partir de allí, conforme a la trayectoria esperada para las variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existan choques exógenos, la inflación se mantendrá por debajo de la meta durante gran parte del 2018, convergiendo gradualmente a la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el segundo trimestre del 2019 (gráficos IV.1 y IV.5).

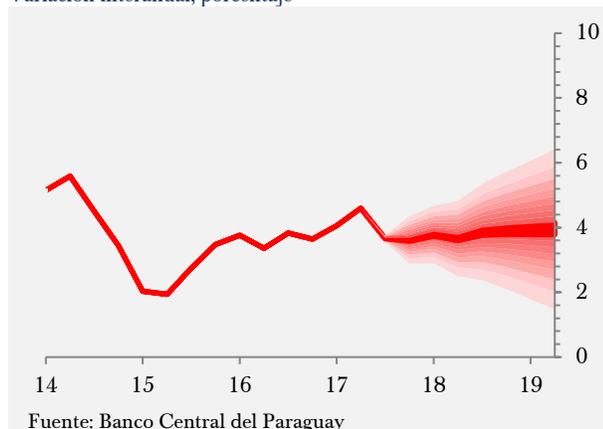
## Escenarios de Riesgo

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

Con relación a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, la economía global sigue mostrando signos de una mayor dinámica, aunque persiste la incertidumbre, derivada principalmente de las medidas económicas que plantea implementar el gobierno estadounidense. Las posibilidades de un fuerte estímulo fiscal a la economía de Estados Unidos son menos probables en el corto plazo, sin embargo, persisten dudas en relación a la implementación efectiva de las políticas comerciales proteccionistas que plantea el nuevo gobierno. Con respecto a la política monetaria, la Fed ajustó nuevamente su tasa de referencia en junio y, por el momento, las probabilidades de un cambio adicional durante el segundo semestre son relativamente bajas. No obstante, hay posibilidades que en el corto plazo la Reserva Federal anuncie el inicio de la reducción en su hoja de balance (disminución de sus tenencias de bonos y otros activos).

Como se ha señalado en el informe anterior, el regreso hacia las políticas comerciales proteccionistas podría implicar un riesgo para la consolidación de la recuperación

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



de la economía global. Los efectos del *Brexit*, como así también de la decisión de Estados Unidos de no ratificar el Acuerdo Transpacífico (TTP) y los planes de renegociar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), si bien aún son difíciles de cuantificar, representan indudablemente riesgos a la baja para el comercio internacional y por ende para las perspectivas de la economía mundial.

En la Eurozona, algunos de los riesgos derivados de las propuestas “aislacionistas” de algunos partidos políticos se fueron diluyendo en los últimos meses, lo cual también se reflejó en la mejora de los indicadores de confianza. No obstante, persisten algunos riesgos derivados del proceso de negociación del *Brexit*. Con respecto a la política monetaria, conforme a las últimas declaraciones del presidente del BCE, el mercado las ha interpretado como un primer paso hacia el proceso de normalización monetaria, aunque el inicio de este proceso seguirá dependiendo de la evolución y perspectivas de la actividad económica e inflación.

Con respecto a las economías emergentes, en China, la moderación de la actividad económica está siendo menor a la prevista anteriormente, en parte, explicada por los estímulos fiscales de corto plazo del gobierno. No obstante, los riesgos de mediano plazo siguen siendo importantes, teniendo en cuenta la necesidad de reformas en lo referente al saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas públicas. Asimismo, otro factor de riesgo es el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia consumo y servicios, lo cual en cierta medida podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* (alimentos principalmente) a nivel internacional.

En el contexto regional, el repunte de las tensiones políticas en Brasil generó una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento de su economía. Por un lado, la reducción de la inflación, la política monetaria más acomodaticia y un mejor panorama para las cuentas fiscales, son factores que favorecerían la recuperación económica. Sin embargo, en un entorno político complicado, la aprobación de algunas medidas económicas necesarias, como la reforma de la seguridad social, podrían dificultarse, generando riesgos para la deuda pública. En la medida que la economía brasileña continúe con su recuperación, y el valor de su moneda se fortalezca o al

menos se mantenga frente al dólar estadounidense, el comercio en las zonas fronterizas con Paraguay seguiría consolidando la buena dinámica observada en los últimos meses.

La evolución futura del tipo de cambio sigue representando el factor de riesgo más relevante para la dinámica de la inflación. Sin embargo, en la coyuntura actual las posibilidades de una depreciación significativa de las monedas se han moderado, teniendo en cuenta que el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos podría ser más gradual a la esperada previamente. No obstante, como se había señalado, el probable inicio de la reducción de la hoja de balance de la Fed podría contribuir, en parte, al fortalecimiento de la moneda estadounidense. En todo caso, ante un fortalecimiento del dólar, y dado que es un fenómeno global, las monedas de los socios comerciales de Paraguay también serían afectadas y, por lo tanto, el efecto de la depreciación del guaraní respecto al dólar sobre los precios domésticos estaría atenuado parcialmente.

Teniendo en cuenta los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra en equilibrio. No obstante, el Comité seguirá atento a la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación a 4,0% anual en el horizonte relevante de proyección.

## Recuadro I: Dolarización financiera en Paraguay

### Generalidades

La dolarización de una economía podría clasificarse de distintas maneras. Por un lado, se podría hablar de una dolarización oficial o parcial. La oficial ocurre cuando el dólar es adoptado como la moneda de curso legal predominante o exclusiva. La parcial se refiere a una situación en la cual la moneda local sigue siendo la moneda de curso legal, pero al mismo tiempo son permitidas las transacciones financieras y de pagos denominadas en dólares. Por otro lado, se podría también clasificar en dolarización de pagos (utilización del dólar para transacciones), dolarización financiera (cuando los agentes locales mantienen sus activos o pasivos en dólares) y dolarización real (cuando existe una indexación al dólar de los precios locales o de los salarios).

La dolarización financiera ha sido una característica resaltante de América Latina, que ha ubicado a la región entre las más dolarizadas del mundo. Generalmente, la dolarización financiera se incrementa tras episodios de crisis económicas o elevadas tasas de inflación, que aumenta la preferencia de los agentes económicos por el dólar, tanto de ahorradores como de prestamistas, para minimizar los riesgos de una pérdida del poder adquisitivo. No obstante, se ha observado en algunos países, que incluso después de que la economía se haya estabilizado, la dolarización se ha mantenido en niveles elevados.

Por otro lado, este tipo de dolarización, en la medida que exista un descalce de moneda en la “hoja de balance” de los agentes económicos, implica una mayor exposición a los riesgos de tipo de cambio, que podría ser una fuente potencial de inestabilidad macroeconómica y financiera. Al mismo tiempo, se ha prestado mucha atención a la dolarización financiera por los efectos que podría tener sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En ese contexto, el objetivo de este recuadro es analizar la evolución de la dolarización financiera en Paraguay en el periodo comprendido entre 1995 y 2016.

### Dolarización de depósitos

Desde mediados de la década de los noventa, la dolarización financiera (definida como depósitos en dólares sobre depósitos totales) aumentó significativamente en Paraguay en un contexto de incertidumbre económica, asociada fundamentalmente a las crisis bancarias que se iniciaron en el año 1995. En el momento más álgido de la crisis, la dolarización superó el 70%. Recién a partir de los años 2002-2003 se registró una reducción, a medida que las condiciones económicas y financieras del país fueron mejorando. A partir del 2005, el ratio se mantuvo relativamente estable en torno a un promedio de 45% (gráfico I).

### Gráfico I

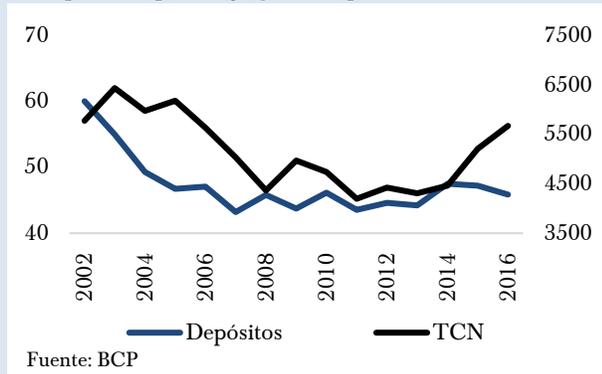
#### Depósitos en dólares

Porcentaje de los depósitos totales (sin efecto cambiario)



Los mejores resultados macroeconómicos en términos de estabilidad monetaria y crecimiento económico, sumado al eficiente desempeño del sistema financiero, pudieron haber contribuido, en parte, a la reducción de la dolarización de los depósitos. Adicionalmente, de acuerdo a García-Escribano, M., y Sosa, S. (2011), otro factor relevante pudo haber sido la apreciación del guaraní en los últimos años. No obstante, en los últimos dos años, a pesar de la depreciación de la moneda local, la dolarización se ha mantenido relativamente estable (gráfico II).

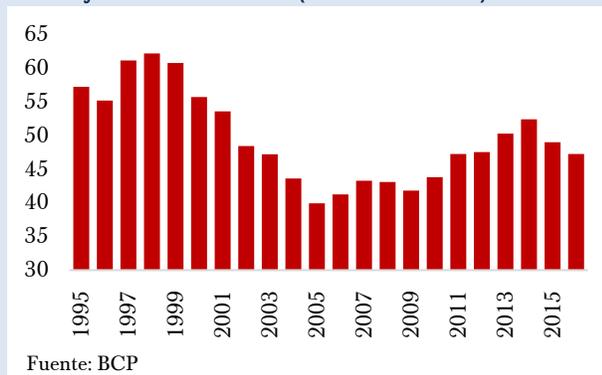
**Gráfico II**  
**Dolarización y tipo de cambio nominal**  
Participación en porcentaje; guaraníes por dólar



**Dolarización de créditos y cobertura natural del riesgo cambiario**

Por su parte, el ratio de los créditos en dólares (respecto a los créditos totales) también se incrementó desde mediados de los noventa alcanzando 62% en 1999. A partir de allí fue reduciéndose hasta un mínimo de 40% en el año 2005. No obstante, posteriormente se ha vuelto a incrementar, ubicándose en 52% en el año 2014, mientras que al cierre del 2016 se situó en 47% (gráfico III).

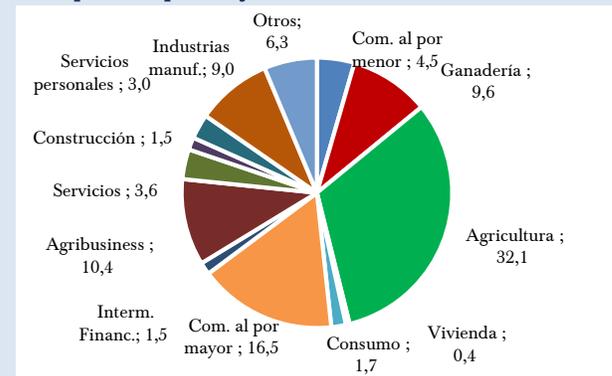
**Gráfico III**  
**Créditos en dólares**  
Porcentaje de los créditos totales (sin efecto cambiario)



En Paraguay, los riesgos que pudieran derivarse de la dolarización de los créditos están atenuados, teniendo en cuenta la estructura productiva de la economía paraguaya, la cual está orientada en gran medida a la exportación, principalmente de productos agropecuarios (soja y derivados, cereales, carne, entre otros). En el 2016, las exportaciones totales se ubicaron en torno al 40% del PIB.

Justamente, los sectores más vinculados a la exportación son los principales demandantes de los créditos en dólares, generándose de esta manera una especie de “cobertura natural” ante los riesgos de tipo de cambio, dado que sus ingresos y sus obligaciones se encuentran en la misma moneda. Del total (créditos en dólares), los préstamos a la agricultura representan cerca del 32%, los agro-negocios 10,4%, la ganadería 9,6%, entre otros (gráfico IV).

**Gráfico IV**  
**Créditos en dólares por sector económico**  
Participación en porcentaje



En este contexto, es relevante también mencionar que en Paraguay, del total de créditos en dólares, el 91,7% es otorgado a agentes generadores de ingresos en la misma moneda.

Por otro lado, del total de créditos concedidos al sector agrícola (moneda nacional más moneda extranjera), en torno al 84% es otorgado en dólares, de los cuales solo el 13% va destinado a agentes no generadores de ingresos en dólares (gráfico V).

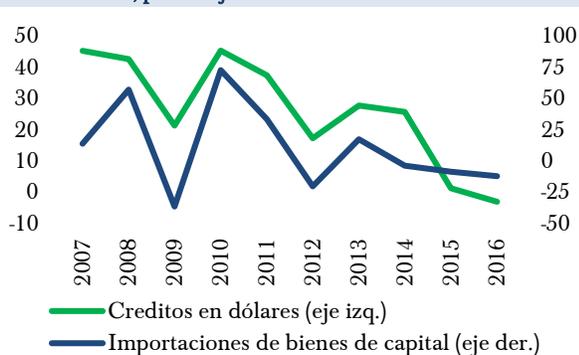
**Gráfico V**  
Créditos por moneda y sector económico  
Porcentaje



Fuente: BCP

Como se ha indicado, a partir del 2005 la dolarización de los créditos se ha incrementado, aunque sigue ubicándose muy por debajo de los niveles observados en el periodo de las crisis financieras. Este aumento podría explicarse, en parte, por el importante incremento de los precios de los *commodities*, que impulsó la producción agrícola (principalmente la soja) y en consecuencia incrementó la demanda de créditos en dólares a un mayor ritmo que los denominados en moneda local. No obstante, con el fin del “*superciclo de los commodities*” se redujeron las inversiones en el sector y, por ende, también los créditos (gráfico VI).

**Gráfico VI**  
Créditos en dólares e importaciones de bienes de capital  
Variación anual, porcentaje



Fuente: BCP

**Dolarización y política monetaria**

La literatura señala algunas limitaciones sobre la efectividad de la política monetaria del Banco Central en economías con dolarización financiera. Entre estas se encuentran la menor independencia en el control de las tasas de interés en dólares que podría afectar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la

limitación en la función de prestamista de última instancia para proveer liquidez en una moneda extranjera.

Por su parte, Reinhart, C., Rogoff, K. y Savastano, M. (2003) en una muestra de economías en desarrollo mostraron que la inflación promedio ha sido más alta y volátil en países con un grado importante de dolarización respecto de aquellos con niveles moderados de dolarización. Sin embargo, no encontraron evidencia de que fuera más costoso reducir la inflación o que el mecanismo de transmisión sea alterado o más complejo debido a la dolarización.

Armas, A. y Grippa, F. (2006) analizaron la experiencia de Perú como una economía dolarizada con esquema de metas de inflación. Al respecto, señalaron que a pesar de la alta dolarización de la economía peruana han logrado mantener una inflación baja y estable consistente con la meta desde la adopción del régimen, además de una mayor transparencia y predictibilidad de la política monetaria.

De manera similar a la economía peruana, Paraguay ha adoptado en el año 2011 el esquema de metas de inflación para la conducción de la política monetaria. La experiencia de Paraguay como economía dolarizada con metas de inflación es todavía reciente. No obstante, desde su implementación, la inflación y su volatilidad se han reducido, al tiempo que las expectativas se mantuvieron en línea con la meta. Si bien los resultados en términos de inflación han sido satisfactorios, el BCP, a fin de disminuir los riesgos derivados de la dolarización y fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, ha estado implementando políticas prudenciales como el encaje legal diferenciado por monedas para desincentivar la dolarización financiera y los límites a la posición en moneda extranjera para reducir los riesgos cambiarios del balance de las entidades del sistema financiero.

**Referencias**

Armas, A. y Grippa, F. (2006). *Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú.*

García-Escribano, M., y Sosa, S. (2011). *What is Driving Financial De-dollarization in Latin America?*

Reinhart, C., Rogoff, K. y Savastano, M. (2003). *Addicted to dollars.*

## Recuadro II: Evolución de los indicadores macroeconómicos y sociales del Paraguay

### Introducción

Los fundamentos macroeconómicos de Paraguay han mejorado sustancialmente desde el año 2003. Así, el crecimiento económico se duplicó respecto a la década anterior, el nivel y la volatilidad de la inflación se redujeron contribuyendo también a disminuir las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, las finanzas públicas se ordenaron y la posición externa se fortaleció significativamente, entre los principales aspectos. El objetivo de este apartado es analizar en qué medida este mejor desempeño macroeconómico pudo haber influido positivamente sobre algunos de los indicadores sociales más relevantes.

### Indicadores macroeconómicos

El año 2003 marcó un punto de inflexión para la economía paraguaya, puesto que a finales de ese año se inició un importante programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) denominado “*Stand-By Arrangement*”, a través del cual las autoridades del país se comprometieron a implementar una serie de medidas de ajuste en el ámbito de la política fiscal, monetaria, cambiaria, como así también en cuanto al sistema financiero. En los años previos al 2003, específicamente entre 1998 y 2002, el PIB había caído a una tasa promedio de 0,9% anual, explicada entre otros factores por el contexto regional más complicado, las sucesivas crisis financieras y la inestabilidad política que generaba una importante incertidumbre para la inversión (tabla I). Al cierre del 2002, la deuda del gobierno general se incrementó hasta cerca del 60% del PIB, la inflación alcanzó 14,5% y la depreciación del tipo de cambio se ubicó en 52%. Con respecto al sistema financiero, como consecuencia de las crisis, de 34 bancos existentes en 1995, quedaron 16 para fines del 2003, mientras que el número de financieras se redujo de 65 a 18. El costo fiscal de estas crisis financieras se ubicó en el orden del 15,7% del PIB. Al mismo tiempo, la pobreza total aumentó de 41% a 58% entre 1997 y 2002. En este contexto macroeconómico y social debilitado se adoptó el acuerdo con el FMI, con planes concretos para estabilizar la economía y mejorar las perspectivas de crecimiento, además de iniciar un proceso de reformas estructurales.

Tabla I

Variables Macroeconómicas 1998-2002

	1998	1999	2000	2001	2002	Promedio 1998-2002
Crecimiento (var. %)	0.1	-1.4	-2.3	-0.8	0.0	-0.9
Inversión (var. %)	-11.6	-12.3	-0.9	-6.2	-1.7	-6.6
Deuda Gob. Gral. (% PIB)	22.7	32.1	34.7	42.7	59.4	38.3
Inflación (%)	14.6	5.4	8.6	8.4	14.5	10.3
RIN (% PIB)	9.7	11.8	9.4	9.4	10.1	10.1

Fuente: BCP y FMI

El cumplimiento de los distintos compromisos asumidos en el acuerdo con el FMI comenzó a reflejarse rápidamente en los indicadores macroeconómicos y ha persistido a través de los distintos gobiernos desde el 2003. Se implementaron importantes reformas en el área fiscal, como así también en el área monetaria, donde el Banco Central del Paraguay (BCP) comenzó a migrar su política monetaria hacia la adopción del esquema de “Metas de Inflación (MI)”, oficializándola a partir de mayo de 2011. Adicionalmente, el contexto económico regional más favorable y el aumento de los precios de los *commodities* contribuyeron, en parte, a la mejora de las tasas de crecimiento.

Entre el 2004 y 2016, el crecimiento promedio del PIB se situó en torno a 4,7% y la inversión creció a una tasa media de 7%. Por su parte, el fisco registró ocho años consecutivos de superávits fiscales, que se tradujeron en una reducción de la deuda del gobierno general en más de 46 puntos porcentuales entre el 2002 y 2011 (tabla II). En el periodo reciente, la deuda se incrementó nuevamente, aunque debe señalarse que está explicado, en gran parte, por la mayor inversión en infraestructura. Asimismo, la inflación se fue reduciendo, promediando una tasa de 4% en los últimos seis años.

Tabla II

Variables Macroeconómicas 2004-2016

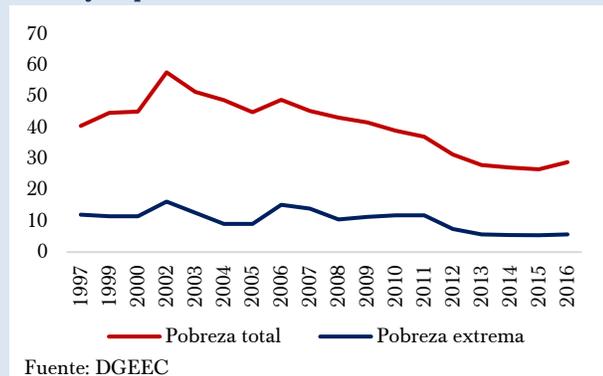
	2004	2007	2010	2013	2016	Promedio 2004-2016
Crecimiento (var. %)	4.1	5.4	13.1	14.0	4.1	4.7
Inversión (var. %)	4.5	12.4	21.7	11.9	8.0	7.0
Deuda Gob. Gral. (% PIB)	34.5	18.1	15.6	17.0	24.7	20.7
Inflación (%)	2.8	5.9	7.2	3.7	3.9	5.5
RIN (Mill. USD)	14.5	17.8	20.8	20.3	25.8	19.6

Fuente: BCP y FMI

### Indicadores sociales

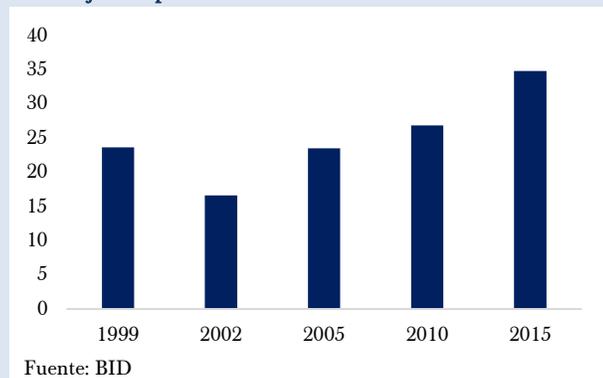
Esta mejora sustancial observada en el desempeño macroeconómico desde el 2003-2004 también se fue reflejando en los indicadores sociales. En particular, la pobreza disminuyó desde 58% en el 2002 hasta cerca de 27% en el 2014, tasa en torno a la cual se ha mantenido en los siguientes años. Por su parte la pobreza extrema también se redujo, principalmente a partir del 2012 (gráfico I).

**Gráfico I**  
Pobreza total y extrema  
Porcentaje de población



Asimismo, la clase media<sup>5</sup> se incrementó notoriamente en este periodo, de 18% de la población total en el 2004 se ubicó en un 35% en el 2015 (gráfico II).

**Gráfico II**  
Clase media  
Porcentaje de la población

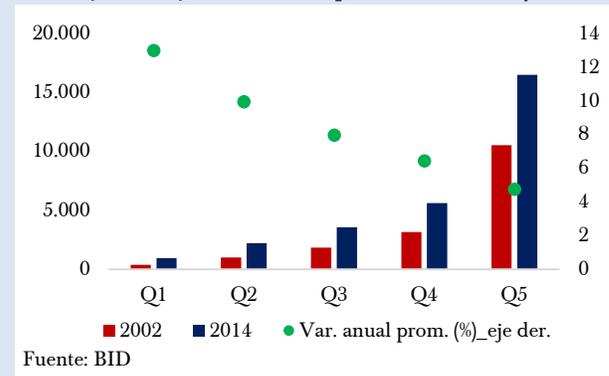


En esta mejora de la clase media y la reducción de la pobreza influyó principalmente el incremento del ingreso laboral (gráfico III). Adicionalmente, aunque en menor

<sup>5</sup> Individuos con ingresos entre USD 12,4 y USD 62 por día (PPP 2011).  
<sup>6</sup> Se considera que el crecimiento es pro-pobre en términos absolutos cuando el crecimiento de los ingresos de la población pobre es mayor a

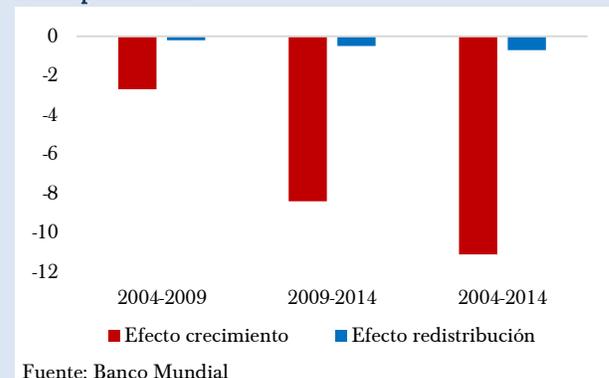
medida, influyeron las transferencias sociales y el cambio demográfico que implicó una mayor inserción de los jóvenes y las mujeres al mercado de trabajo.

**Gráfico III**  
Ingreso familiar per cápita anual por quintiles  
Dólares (PPP 2011), variación anual promedio entre 2002 y 2014



Asimismo, el análisis que realiza el Banco Mundial respecto de los principales factores detrás de los cambios en la pobreza refleja la importante incidencia que ha tenido el crecimiento económico en la reducción de la pobreza en Paraguay en los últimos años (gráfico IV). El efecto redistribución también ha contribuido, en parte, a la disminución. Entre el 2002 y 2014, el índice Gini se redujo de 0,58 a 0,53. Estos resultados muestran que el crecimiento en Paraguay ha sido “pro pobre”, tanto en términos absolutos como relativos<sup>6</sup>.

**Gráfico IV**  
Efectos crecimiento y redistribución en la pobreza  
Puntos porcentuales



El acceso a bienes distintos de alimentos, tales como electrodomésticos, refleja también en parte, la mejora de los ingresos de los hogares. En el 2003, el 52% de los

cero, mientras que es relativo cuando el crecimiento del ingreso de los pobres es mayor al crecimiento de los ingresos de la población no pobre.

hogares del quintil más pobre contaba con un televisor, mientras que para el 2016, la tasa se incrementó hasta 79%. En el mismo quintil, el porcentaje de tenencia de heladeras se duplicó, pasando de 35% a 70% (tabla III).

**Tabla III**

**Tenencia de bienes por quintil**

**Porcentaje de hogares**

	Año	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Televisor	2003	52	66	76	82	89
	2016	79	90	91	95	96
Heladera	2003	35	57	72	82	89
	2016	70	84	89	95	96
Computadora	2003	0,3	0,1	0,9	3,7	19
	2016	1,5	7,5	16,5	31,2	52,4
Teléfono Celular	2003	7,8	19	25	33	54
	2016	94	96	96	97	98

Fuente: Elaboración propia con datos de la DGEEC

**Consideraciones finales**

Los avances logrados por Paraguay en cuanto a crecimiento económico, estabilidad nominal, disciplina fiscal y estabilidad financiera han sido significativos desde el 2004. Esta evolución favorable se tradujo en una importante reducción de la pobreza, un incremento de la clase media, un mayor acceso por parte de la población a

bienes distintos de alimentos, entre otros aspectos. Sin embargo, a pesar de estas mejoras, los desafíos siguen siendo importantes, dado que casi un tercio de la población se encuentra aún por debajo de la línea de pobreza y otro porcentaje similar se encuentra en condiciones de vulnerabilidad. Las políticas públicas orientadas a incrementar el gasto en educación y salud para estos sectores son algunas de las medidas más importantes que pueden contribuir a mejorar el capital humano de estas personas, facilitando su acceso al mercado laboral, y de esa manera remover la pobreza estructural que todavía persiste. Por otro lado, seguirá siendo importante el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y del buen clima de negocios a fin de generar las condiciones para un crecimiento económico sostenido y una mayor generación de empleo.

## Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Informe de Política Monetaria**  
Junio 2017



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay