



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO
2018



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

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

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	11
I. Entorno Internacional y Regional	15
II. Mercados Financieros	22
III. Escenario Doméstico	26
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	34
Recuadro I	39
Probables efectos de la situación económica de Argentina sobre Paraguay	
Recuadro II	43
Cambio de año base del Sistema de Cuentas Nacionales del Paraguay	
Glosario	46

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 29 de junio. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar. Adicionalmente, debe señalarse que a partir de este IPoM se utilizan los nuevos datos del PIB base 2014.

Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

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

Objetivo

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

Meta de inflación

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

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Resumen Ejecutivo

Desde el último IPoM, la economía global ha seguido mostrando un desempeño positivo, aunque más heterogéneo. No obstante, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento se ha intensificado en los últimos meses, principalmente como consecuencia de la reciente escalada comercial global. En Estados Unidos, la economía ha continuado con buen ímpetu, lo que se ha reflejado en la mejora de sus perspectivas de crecimiento de corto plazo. Por otro lado, los indicadores de actividad de la Eurozona se ubicaron por debajo de lo previsto para los primeros meses del año, en medio de las tensiones políticas y comerciales recientes, lo que ha motivado recortes en los pronósticos de crecimiento. En China, las perspectivas son similares a las previstas en el último informe, aunque el sesgo es a la baja, teniendo en cuenta los efectos negativos que podría tener la disputa comercial con Estados Unidos. En la región, las previsiones de crecimiento de las principales economías vecinas de Paraguay son cada vez menores (Brasil y Argentina), principalmente como resultado de algunos factores internos.

En Estados Unidos, el panorama económico de corto plazo ha permanecido robusto. En el primer trimestre del año, el PIB creció a una tasa anualizada de 2%, explicado por las contribuciones positivas de la inversión fija no residencial, el gasto en consumo personal, las exportaciones y el gasto gubernamental. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad revelaron un mayor dinamismo para el segundo trimestre del año, impulsado por los estímulos fiscales y una mayor demanda interna. En ese contexto, las perspectivas de crecimiento para este año se han ajustado al alza con respecto a las presentadas en el informe anterior. No obstante, se mantiene la incertidumbre en torno a las acciones de política económica del gobierno, principalmente, en lo referente a los efectos de una amplificación de las tensiones comerciales. La inflación, por su parte, ha seguido incrementándose hasta ubicarse en torno al objetivo de mediano plazo (2%). En tal escenario, la Reserva Federal aumentó nuevamente la tasa de interés de política monetaria en su reunión de junio, ubicándola en el rango de 1,75% - 2,0% anual.

En la Eurozona, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero han seguido expandiéndose, aunque a un menor ritmo. En el primer trimestre, el PIB creció a una tasa interanual menor a la registrada en el trimestre previo, explicado por una ralentización de la actividad en Alemania, Italia y Francia. A su vez, el PMI se ubicó nuevamente en un nivel inferior al registrado en el trimestre anterior, comportamiento que se ha venido observando desde noviembre de 2017, no obstante, permanece en zona de expansión. En el mercado laboral, la tasa de desempleo continuó disminuyendo, ubicándose en 8,4% en mayo, la menor tasa alcanzada desde el 2008. En relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sin variaciones las tasas de interés de referencia en su última reunión de junio. En cuanto a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo anunció mantener el monto de las compras de activos al ritmo actual de 30.000 millones de euros mensuales hasta fines de setiembre de este año. Además, de acuerdo a la evolución de la inflación reduciría las compras a la mitad desde octubre hasta el cierre de 2018.

En China, la economía ha mantenido una dinámica favorable, aunque consistente con el escenario de moderación previsto para este y el próximo año. En el primer trimestre del 2018, el PIB creció 6,8%, principalmente explicado por la contribución positiva del consumo privado. Asimismo, el PMI manufacturero ha mostrado una mejora respecto a lo reportado en el último informe. Para adelante, se prevé un menor ritmo de expansión como consecuencia de las medidas de ajuste establecidas por el gobierno para disminuir los riesgos crediticios y desinflar la burbuja inmobiliaria. Dado que este escenario se encuentra dentro de lo previsto, los pronósticos de crecimiento para el año 2018 se han mantenido sin cambios respecto al IPoM anterior. Para el 2019, se ha ajustado levemente al alza, aunque se mantiene por debajo de la tasa de expansión del 2018. En cuanto a los factores de riesgo a la baja, resalta la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones comerciales con Estados Unidos.

En la región, las expectativas de una recuperación sólida de los países vecinos se han debilitado en el periodo reciente, lo que se ha reflejado en la continua revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento, aunque siguen siendo positivas. En Brasil, el PIB en el primer trimestre registró una variación interanual positiva, explicada por el aumento de la producción agropecuaria por el lado de la oferta, mientras que el consumo de los hogares y la inversión contribuyeron a dicho crecimiento por el lado de la demanda. Por su parte, en el segundo trimestre, algunos indicadores de actividad y de confianza se desaceleraron, debido en parte, a los efectos de las huelgas y a la incertidumbre en el ámbito político. En tal contexto, los pronósticos de crecimiento para este año y el próximo han sido corregidos a la baja. Por otro lado, el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió mantener el perfil vigente de la política monetaria en la reunión de junio, ya que la inflación se ha mantenido en torno al límite inferior del rango objetivo.

En Argentina, la situación económica también se ha vuelto compleja en los últimos meses, principalmente por algunos sucesos de carácter interno que se han sumado a los efectos derivados de la sequía. Las señales de mejora continuaron observándose hasta el primer trimestre de 2018, periodo a partir del cual algunos indicadores sectoriales han mostrado un deterioro importante, principalmente aquellos ligados al sector agrícola. Por otro lado, las tensiones en los mercados financieros en abril se tradujeron en presiones en el mercado cambiario que condujeron a una significativa depreciación del peso argentino respecto al dólar. Este escenario, sumado al incremento de los precios de energía, contribuyó al incremento de la inflación. En este contexto, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ajustó significativamente su tasa de referencia y redefinió las metas de inflación para los próximos años. Además, el gobierno argentino firmó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el cual se comprometió a implementar una serie de reformas económicas, a cambio de una línea de liquidez que le permitiera contener los riesgos financieros recientes.

Por otro lado, en el plano local, la actividad económica ha seguido mostrando una buena dinámica durante los primeros meses del 2018. En el primer trimestre, la variación interanual del PIB fue 4,1%, tasa relativamente elevada teniendo en cuenta la alta base de comparación (6,9% de variación en el primer trimestre del 2017). Por el lado de la oferta, el crecimiento observado se explicó, en su mayor parte, por el desempeño de los servicios (principalmente comercio), la industria manufacturera, electricidad y agua, y en menor medida por la producción del sector agrícola. Por el enfoque del gasto, la expansión se debió fundamentalmente por la demanda interna (consumo total e inversión). En el segundo trimestre, los primeros datos de actividad y de demanda continuaron siendo favorables. Se mantuvo el buen desempeño del sector servicios y de la industria, como así también de los indicadores vinculados al gasto interno.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación interanual promedio fue 3,8% en el segundo trimestre, cifra inferior a la registrada en el trimestre anterior (4,3%). El resultado observado entre abril y junio se explicó principalmente por las subas de los precios de los combustibles y de los bienes duraderos, como así también a leves aumentos en los precios de algunos servicios de la canasta. Con respecto a la inflación subyacente y la subyacente X1, las mismas promediaron variaciones interanuales de 3,5% y 3,1%, respectivamente, en el segundo trimestre del año, ubicándose por debajo de las tasas verificadas en el primer trimestre (4,1% y 4%). Por su parte, la inflación núcleo interanual se redujo de un promedio de 2,9% a 2,6% en el mismo periodo.

Con respecto a la política monetaria, en las reuniones del segundo trimestre, el Comité señaló que, si bien persiste una dinámica favorable de los indicadores de actividad de los países avanzados, también se generó una mayor incertidumbre debido a las medidas comerciales anunciadas por Estados Unidos y China. Por su parte, en la región, se observó un debilitamiento de las proyecciones de expansión de las principales economías vecinas, fundamentalmente debido a ciertos eventos de carácter interno. En cuanto al escenario doméstico, el Comité resaltó que la evolución reciente de la inflación y su trayectoria esperada se mantuvieron consistentes con la meta de mediano plazo. Con relación a la actividad económica, los indicadores de corto plazo siguieron con un comportamiento favorable en el segundo trimestre. En este contexto, en las reuniones de abril, mayo y junio, el CEOMA decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

En el escenario base del plano local, la proyección de crecimiento para el 2018 se ubica en 4,7%. Esta expansión se explicaría en gran parte por el desempeño de las ramas de comercio y gobierno general dentro del sector terciario, mientras que en el sector secundario la principal contribución sería de la industria manufacturera, y en menor medida, de electricidad y agua. Por el lado del gasto, el crecimiento estaría explicado básicamente por la demanda interna, tanto por el consumo como por la inversión, mientras que la demanda externa neta tendría una incidencia ligeramente negativa.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2017	2018(f)	2018(i)
Sector Primario	4,0	1,7	0,2
Agricultura	4,0	1,3	0,1
Ganadería	5,0	1,8	0,0
Forestal, Pesca y Minería	1,3	4,6	0,0
Sector Secundario	3,8	6,0	2,0
Manufactura	9,0	7,5	1,5
Construcción	-1,5	3,0	0,2
Electricidad y Agua	-3,7	4,5	0,4
Sector Terciario	5,6	4,4	2,1
Gobierno General	2,9	6,0	0,5
Comercio	11,9	6,2	0,7
Otros Servicios†	4,2	3,3	0,9
Impuestos	5,0	5,0	0,4
PIB a precios de mercado	4,8	4,7	
PIB sin agricultura, ni binacionales	5,7	5,0	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,3	4,8	4,7
Demanda Interna	1,8	6,5	5,0
Formación bruta de capital	-1,0	15,0	4,8
Formación bruta de capital fijo	3,6	4,3	4,8
Consumo total	2,5	4,3	5,1
Consumo privado	2,7	4,8	4,9
Consumo público	1,5	1,6	6,0
Exportaciones de bienes y servicios	8,4	7,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	0,9	13,5	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,1	-0,8	-1,0
FBKF (% del PIB nominal)	18,8	18,1	18,4

Fuente: Banco Central del Paraguay

Por su parte, en el escenario base, el pronóstico de la inflación total para el cierre del 2018 se mantiene en 3,7%. Los datos de inflación realizados durante el segundo trimestre se mantuvieron en línea con lo proyectado para ese periodo. Asimismo, la brecha del producto y el tipo de cambio se han mantenido dentro de los límites esperados. Por ello, las proyecciones de la inflación subyacente también se sitúan en niveles cercanos a lo reportado en el informe anterior (3,7%). Posteriormente, la inflación total se mantendrá levemente por debajo del 4% durante la primera mitad del 2019, y luego convergerá gradualmente a la meta hacia finales de ese año, manteniéndose en torno a ese nivel en el horizonte relevante de política monetaria (segundo trimestre del 2020).

† Incluye: transportes, comunicaciones, intermediación financiera, servicios inmobiliarios, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2017	2018(f)	2019(f)	2020(f)
Inflación IPC promedio (*)	4,7	3,9	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	4,5	3,7	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2020.

Con relación a los escenarios de riesgo, en el plano internacional, la economía global ha seguido expandiéndose, aunque de manera menos sincronizada, al tiempo que la incertidumbre se ha acrecentado en meses recientes como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y los socios comerciales. Si bien Estados Unidos ha mantenido una buena dinámica, las otras economías avanzadas (Japón, Eurozona, Reino Unido) han ajustado sus previsiones de crecimiento a la baja, tras los resultados observados en el primer semestre. Entre las economías emergentes, y particularmente en la región, las tasas de expansión también se han revisado a la baja. Por su parte, la Reserva Federal ha seguido con el proceso de normalización monetaria, ajustando nuevamente la tasa de política monetaria en la reunión de junio. En este contexto, el dólar se ha fortalecido en los mercados internacionales, como así también en la región.

En la Eurozona, la actividad ha presentado un crecimiento más moderado en los últimos meses y la autoridad monetaria se ha mantenido acomodaticia para asegurar su objetivo inflacionario. La incertidumbre política ha seguido en la región, aunque contenida por el momento. Adicionalmente, un riesgo reciente proviene de la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a ciertos productos importados de la Unión Europea que podría afectar a las relaciones comerciales globales.

En China, se espera una desaceleración en la economía explicada, en parte, por las medidas adoptadas por el gobierno con el fin de reducir los riesgos derivados del sector financiero. Así también, la incertidumbre que ha generado la disputa comercial con los Estados Unidos representa un importante riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento de China. En la medida que la economía de este país se modere más de lo previsto, podría tener implicancias sobre los precios de los *commodities*, teniendo en cuenta su importante participación en la demanda mundial por estos productos.

En la región, las señales de una recuperación sólida de la economía brasileña se han ido debilitando en los últimos meses, como consecuencia de la incertidumbre derivada del plano político (año electoral) y que restaría sustento para la aprobación de la reforma fiscal. A esto se sumó la protesta de camioneros que llevó a una paralización temporal de la cadena productiva, pero con importantes efectos negativos en su economía. En este contexto, las primas de riesgo se han incrementado y el real brasileño se ha depreciado a una tasa importante. A raíz de estos últimos acontecimientos, el comercio en las zonas fronterizas con Paraguay se ha moderado en el periodo reciente.

En Argentina, las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja luego de mostrar ciertas vulnerabilidades domésticas que han puesto en riesgo la recuperación de su economía. La depreciación del peso argentino en relación al dólar podría mantener la inflación en niveles elevados. Aunque la coyuntura económica argentina es bastante compleja, se espera que las medidas de ajuste que serán implementadas en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) pueda mejorar la situación macroeconómica en el mediano plazo. En cuanto a los efectos sobre Paraguay, los vínculos con Argentina se han reducido en los últimos años. No obstante, se puede resaltar que la elevada depreciación podría significar

en el corto plazo un tipo de cambio real bilateral más apreciado de Paraguay, lo que en última instancia implicaría precios más bajos de los productos importados desde Argentina.

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 monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación al objetivo de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

Decisiones de Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de marzo 2018.

Al mes de marzo, en el último IPoM, se señalaba que la economía mundial seguía creciendo con firmeza, impulsada por el buen desempeño y con buenas perspectivas, tanto de las economías avanzadas, principalmente Estados Unidos y la Eurozona, como de las emergentes, en particular, China. En el plano regional, Brasil y Argentina continuaban mostrando señales de recuperación, aunque se resaltaba la necesidad de algunos ajustes en ambas economías, a fin de consolidar esa mejora. En todo este contexto global, se destacaba que uno de los principales riesgos en el mediano plazo estaba relacionado con el potencial impacto de la disputa comercial entre Estados Unidos y China.

La situación económica en Estados Unidos continuó mejorando. Así, en el cuarto trimestre, el PIB volvió a mostrar un crecimiento importante, así como los indicadores de actividad de corto plazo y del mercado laboral siguieron con una trayectoria favorable. Por otra parte, se señaló que la reforma fiscal podría generar un impulso adicional, además, la inflación había mostrado un aumento en los últimos meses. En este contexto, la Reserva Federal volvió a aumentar el rango de tasas de interés en el mes de marzo, previéndose más incrementos en el año que dependerán en gran medida de la evolución observada y esperada de la inflación.

En la Eurozona, la actividad económica y el mercado laboral persistían con una buena dinámica. El PIB del cuarto trimestre registró un crecimiento positivo similar al trimestre anterior y el PMI, si bien mostró un menor nivel, permanecía en zona de expansión. Con relación a la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), los tipos de interés de referencia se habían mantenido y las compras de activos se habían reducido de 60 mil a 30 mil millones de euros desde enero, nivel que se mantendría hasta al menos setiembre de 2018.

En China, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre superó levemente las expectativas del mercado. Como ya se había señalado en el IPoM anterior, los efectos de las medidas más restrictivas que adoptó el gobierno para

hacer frente al riesgo crediticio comenzaron a reflejarse en los indicadores de actividad de corto plazo. Así, aunque el PMI aún permanecía en zona de expansión, había venido mostrando una trayectoria descendente desde hace unos meses. Por otra parte, algunos indicadores de comercio exterior resultaron mejor de lo esperado, lo que llevó a corregir al alza el crecimiento del PIB para el 2018.

En el plano regional, Brasil siguió mostrando una recuperación gradual en el cuarto trimestre con un crecimiento del PIB superior al trimestre previo. Además, los indicadores adelantados de actividad continuaron consolidándose en los primeros meses del año, como es el caso del PMI que había seguido en zona de expansión y en un nivel mayor al del trimestre anterior. La inflación, por su parte, continuó baja, por lo que el Copom había decidido nuevamente reducir la tasa de referencia a 6,5% en marzo y con expectativas de una disminución adicional en la siguiente reunión. Bajo este escenario, las proyecciones de crecimiento se habían revisado al alza para el presente año y el siguiente.

En Argentina, la economía había seguido mostrando señales de mejoras en los primeros meses del 2018 reflejado en algunos indicadores de corto plazo, aunque las proyecciones de crecimiento del producto se habían revisado a la baja, pero debido a un factor exógeno puntual (sequía). Con relación a los precios, la inflación permanecía elevada, de hecho, había repuntado en los últimos meses, debido en parte al aumento de precios regulados y a una considerable depreciación del peso argentino. No obstante, se preveía una moderación de la inflación hacia adelante, en niveles cercanos al objetivo propuesto en ese entonces.

En lo interno, la actividad económica mantenía una dinámica favorable. Así, en el cuarto trimestre, el PIB había crecido más que el trimestre previo, debido esencialmente al buen desempeño de los servicios, la manufactura y la agricultura, por el enfoque de la producción. Por su parte, por el lado del gasto, la demanda interna (consumo e inversión) había sido el principal factor de crecimiento. Bajo este escenario, el crecimiento acumulado del PIB para el año 2017 se ubicó

en 4,2%, acorde con la estimación que se había anunciado. Siguiendo con el buen dinamismo, en los primeros meses del 2018, los indicadores de corto plazo siguieron reflejando el buen desempeño de la actividad económica, como así también de la demanda interna, en particular aquellos relacionados al consumo y a la inversión en maquinarias. Por el lado de los precios, la inflación del primer trimestre del año se ubicó por debajo del cuarto trimestre del año anterior, debido al menor incremento de los precios de algunos alimentos de carácter volátil. Algunas medidas de tendencia de la inflación registraron incrementos, pero seguían siendo consistentes con el objetivo inflacionario.

Respecto de las acciones de política monetaria, en las reuniones de enero, febrero y marzo, el Comité continuó resaltando la buena dinámica en la actividad económica de los países avanzados y de los de la región. También se había señalado algunos episodios que generaron cierta volatilidad en los mercados financieros internacionales, que luego se habían mitigado. En el plano local, en el mes de enero, se habían producido algunos ajustes de precios administrados. Al respecto, el Comité remarcó que este hecho tendría incidencia en la inflación de corto plazo, pero destacó que las proyecciones no mostraban un impacto significativo sobre las medidas de tendencia ni desvíos importantes sobre la inflación total con relación a la meta de mediano plazo. De hecho, los indicadores subyacentes mostraban una trayectoria a la baja. La actividad económica, por su parte, continuó con un desempeño favorable en los primeros meses del año, acorde con las estimaciones. En este contexto, el CEOMA consideró apropiado mantener invariable la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual, en las reuniones del primer trimestre.

En el escenario base, la proyección del PIB para el 2018 se mantuvo en 4,5% con una recomposición interna. Por el lado de la oferta, las estimaciones de la ganadería y la construcción fueron revisadas a la baja, mientras que las del comercio, manufactura y agricultura se ajustaron al alza, aunque levemente. Sin embargo, las perspectivas del sector terciario habían sido corregidas al alza de manera importante, así como también las del sector de electricidad y agua. Por el enfoque del gasto, se había revisado al alza la proyección del crecimiento del

consumo de gobierno, mientras que la inversión se ajustó a la baja.

La inflación proyectada en el escenario base se ubicó en 3,7% para el cierre del 2018, ligeramente menor al pronóstico del trimestre anterior (3,9%), debido principalmente a que los datos efectivos del primer trimestre se ubicaron por debajo de lo que se había previsto. Este hecho se explicó en parte por la reversión de los precios de algunos productos alimenticios (frutihortícolas) que habían aumentado de manera importante hacia finales del 2017. Además, en el mismo periodo, el tipo de cambio se ubicó por debajo de lo esperado, lo cual había favorecido a una menor proyección de la inflación subyacente de 3,9% a 3,8%. Hacia adelante, condicional a la evolución más probable de las variables macroeconómicas internas y externas relevantes para los precios domésticos, la inflación se mantendría en torno a la meta hasta el horizonte de política monetaria (primer trimestre del 2020).

Con relación a los riesgos, en el plano internacional, la actividad económica mundial había continuado con un impulso importante, al tiempo que se esperaba que la política fiscal de Estados Unidos sea un estímulo adicional a la demanda mundial en el corto plazo. Bajo ese escenario, la Fed había decidido incrementar nuevamente el rango de las tasas de interés de referencia, lo cual no había impactado de manera significativa al valor del dólar en los mercados internacionales, como así también en la región. No obstante, habían resurgido algunos riesgos a la baja para las perspectivas de la economía global, con el anuncio de aranceles por parte de Estados Unidos a los productos de China y viceversa. En principio, las eventuales consecuencias negativas para Paraguay serían limitadas, siempre que esta situación no se amplifique a una escala global. En la Eurozona, la actividad económica y el mercado laboral siguieron con un comportamiento sólido. Sin embargo, algunos riesgos habían surgido tras las elecciones en Italia por su potencial efecto sobre el proceso de integración del bloque. Además, persistía la incertidumbre en torno a las futuras relaciones comerciales luego del *Brexit*. Por su parte, si bien la economía china había registrado una firme expansión en los primeros meses, se esperaba un menor ritmo de expansión, que se debía en parte a las medidas prudenciales de política monetaria y del

apalancamiento financiero. A ello, se sumaba el riesgo a la baja para la economía china, derivado de la amenaza de una guerra comercial con Estados Unidos, cuyo impacto para el Paraguay dependería de varios factores, entre ellos, los efectos que a largo plazo pueda tener sobre una eventual desaceleración más pronunciada de la economía China.

En el contexto regional, si bien en los primeros meses Brasil había mostrado señales de recuperación, los últimos datos se ubicaron por debajo de las expectativas. Una fuente importante de riesgos obedece al entorno político con relación a la concreción de agendas de reformas propuestas por el gobierno, principalmente de carácter fiscal. Con este panorama, el real brasilero se había depreciado con relación al dólar. Así, aunque las perspectivas seguían relativamente favorables, el comercio fronterizo podría verse debilitado.

Por el lado de Argentina, como se había señalado más arriba, pese a que, en los primeros meses de año, la economía había seguido mostrando señales de mejora, la revisión a la baja se debió a un factor externo (sequía). La inflación, por su parte, había aumentado nuevamente, por el incremento de algunos precios regulados y por la depreciación del peso. Al respecto, se espera una moderación de la inflación en los próximos meses, aunque las proyecciones de cierre de año se ubican por encima del objetivo propuesto, que incluso fuera ajustado al alza para el 2018.

En el ámbito local, como se había señalado en informes anteriores, la evolución futura del tipo de cambio seguía siendo el principal factor de riesgo. Luego de los ajustes de tasas de interés por parte de la Fed, no se había marcado una tendencia clara con respecto a la evolución del dólar, más bien, el guaraní se había apreciado con relación a dicha moneda. Hacia adelante, tampoco se preveía un fortalecimiento importante del dólar, lo que podía ser el reflejo de la mayor incertidumbre, por un lado, por los posibles efectos de la guerra comercial y, por otro, por las preocupaciones en relación a la sostenibilidad de las finanzas públicas de Estados Unidos.

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

Reuniones de abril, mayo y junio

En la reunión de abril, el Comité destacaba que los indicadores económicos de países avanzados siguieron mostrando un desempeño favorable. En Estados Unidos, este comportamiento había llevado a un ajuste al alza en las proyecciones de crecimiento del producto. No obstante, había resurgido una fuente de incertidumbre en los mercados internacionales, a partir de las disputas comerciales entre China y Estados Unidos. En la Eurozona, además del buen dinamismo observado en la economía, en el mercado laboral se esperaba un crecimiento positivo, aunque menor a lo previsto. En el plano regional, continuaban las señales positivas en los indicadores de actividad de los principales países vecinos. En Brasil, además, del buen desempeño económico, las distintas medidas de inflación seguían con una trayectoria descendente. En Argentina, si bien la actividad económica seguía favorable, la inflación se mantenía en niveles elevados.

En el plano doméstico, los indicadores de corto plazo de la actividad económica y de la demanda interna continuaron expandiéndose a tasas razonables en los primeros meses del año. La inflación y sus distintas medidas de tendencia siguieron con una trayectoria a la baja, aunque en niveles acordes con la meta en el horizonte de proyección.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró que la decisión más prudente era continuar con el perfil de la política monetaria con la TPM en 5,25% anual, garantizando así la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de política.

En la reunión de mayo, el panorama económico internacional de los países avanzados se mantenía robusto. En Estados Unidos y la Eurozona, los indicadores de corto plazo y del mercado laboral continuaron con buen desempeño. En la región, tanto en Argentina como en Brasil, las perspectivas de crecimiento se habían moderado, además, en el primero, los niveles de inflación continuaban elevados y por encima de la meta.

En el ámbito local, la actividad económica había mostrado una moderación puntual en el ritmo de

expansión, aunque los indicadores adelantados revelaban un mejor dinamismo hacia adelante. La inflación continuaba controlada y las medidas de tendencia habían seguido con una trayectoria a la baja, debido en parte, a la apreciación del tipo de cambio real, principalmente con relación a los países vecinos.

En este contexto, el CEOMA consideró que lo más apropiado era continuar con el perfil vigente de política monetaria con una TPM de 5,25%, a fin de garantizar la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

Para la reunión de junio, el Comité señaló que, aunque las economías avanzadas seguían con una buena dinámica, las medidas comerciales anunciadas, sobre todo en Estados Unidos y China, podrían generar mayor incertidumbre sobre las perspectivas de precios futuros de *commodities*, el comercio y, por lo tanto, el crecimiento de la economía global. No obstante, en Estados Unidos, la Reserva Federal siguió con el proceso de normalización monetaria y en la Eurozona se preveía una moderación del estímulo monetario hacia finales de este año. En el contexto regional, las expectativas de crecimiento de los principales vecinos habían seguido reduciéndose, debido a algunos episodios de carácter interno, agravado por un escenario internacional más complejo.

En lo interno, en la actividad económica se había verificado un dinamismo favorable conforme lo habían revelado los indicadores de corto plazo. La evolución, tanto de la inflación como de sus medidas de tendencia y sus trayectorias esperadas se mantenían en línea con la meta de mediano plazo.

En este escenario, el Comité determinó que lo más prudente era seguir con el perfil actual de la política monetaria con la TPM en 5,25%, garantizando así la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de política.

I. Entorno Internacional y Regional

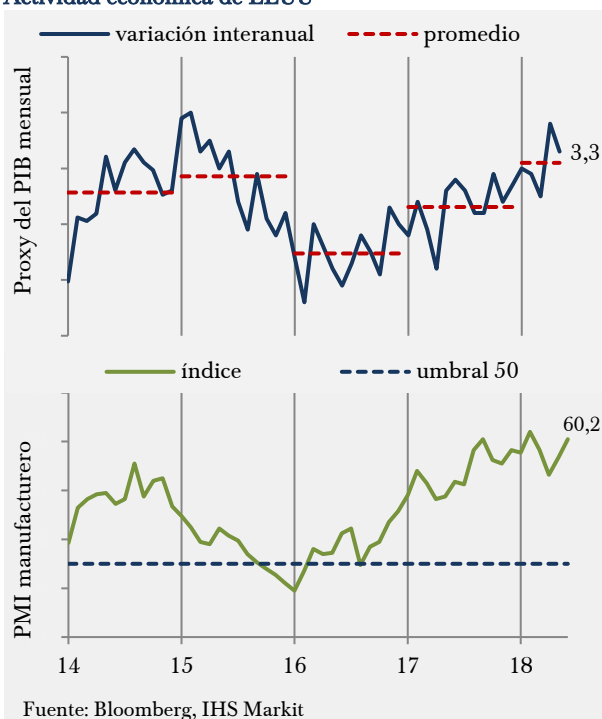
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Mundo	3,7	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6
EE UU	2,3	2,8	2,4	2,3	2,9	2,4
Eurozona	2,3	2,4	2,0	2,3	2,2	1,9
China	6,9	6,5	6,2	6,9	6,5	6,3
Brasil	1,0	2,7	2,7	1,0	1,8	2,6
Argentina	2,9	2,8	3,2	2,9	1,8	2,7
Socios comerciales	2,3	2,9	2,9	2,3	2,6	2,8
Socios Mercosur	1,5	2,8	3,0	1,5	2,0	2,7

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU



Desde el último IPoM, la economía global ha seguido manteniéndose sólida, principalmente en los Estados Unidos, mientras que en la Eurozona el ritmo de expansión de la actividad se ha moderado en los primeros meses del año. Además, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han intensificado en el periodo reciente. En este contexto, el crecimiento mundial se ha corregido levemente a la baja, tanto para el 2018 como para el 2019.

En cuanto a Estados Unidos, la previsión se ha ajustado al alza para el 2018, en parte, explicado por los estímulos fiscales y un mercado laboral que ha permanecido sólido. Por otro lado, la Eurozona ha mostrado ciertas debilidades en sus indicadores de corto plazo ante las tensiones políticas y comerciales que han sesgado a la baja sus proyecciones de crecimiento para el 2018 y 2019.

En China, las perspectivas son similares a las previstas en el último informe, en un contexto esperado de gradual desaceleración económica, asociada en parte, a las medidas financieras aplicadas por el gobierno. Adicionalmente, existe un riesgo a la baja en las perspectivas de crecimiento, teniendo en cuenta los efectos que podría tener la disputa comercial con Estados Unidos.

En la región, los pronósticos de crecimiento de las principales economías vecinas (Brasil y Argentina), si bien se mantienen en la zona positiva, son cada vez menores. En Argentina, la sequía afectó significativamente a la agricultura, a lo que se sumó también las tensiones en el mercado cambiario. Asimismo, en Brasil, la huelga de camioneros en medio de la incertidumbre política ha motivado recortes en las proyecciones de expansión.

Actividad económica

En el primer trimestre de 2018, el PIB de los Estados Unidos tuvo un crecimiento anualizado de 2%, explicado por las contribuciones positivas de la inversión fija no residencial, los gastos en consumo personal, las exportaciones y los gastos del gobierno, al tiempo que, la inversión fija residencial y los inventarios contribuyeron negativamente. Para el segundo trimestre se espera un repunte en el

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona

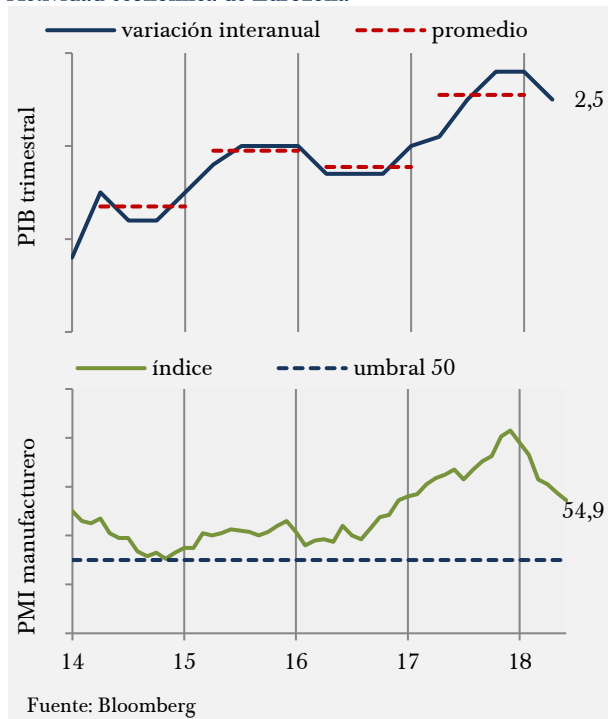
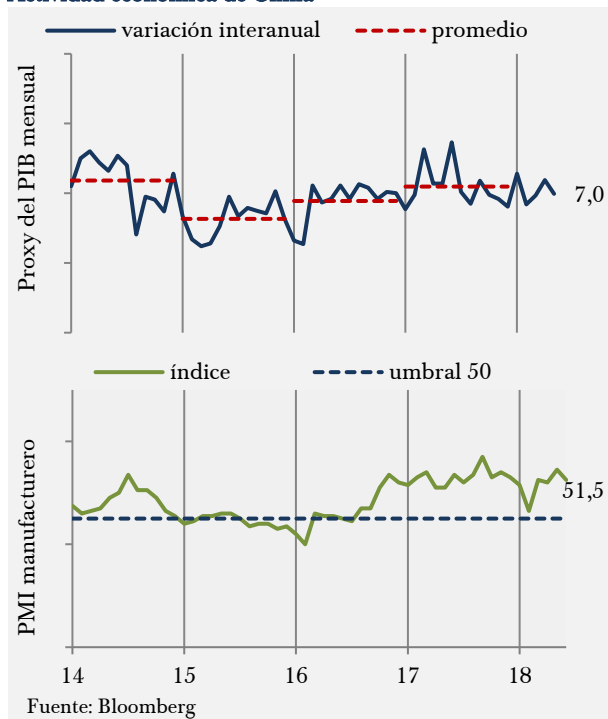


Gráfico I.3
Actividad económica de China



crecimiento conforme a indicadores adelantados. El indicador de actividad mensual presentó un crecimiento interanual de 3,8% en abril y 3,3% en mayo. Así también, el PMI manufacturero se mantuvo en zona de expansión, los nuevos empleos se incrementaron y el ingreso disponible aumentó debido, en parte, a la reforma fiscal. De esta forma, en relación al informe anterior, las perspectivas de crecimiento del PIB han mejorado, mientras que, los factores de riesgo provienen mayormente de las disputas comerciales que han ganado preponderancia en los últimos meses.

En la zona euro, el PIB creció a una tasa interanual de 2,5% en el primer trimestre del año, indicando cierta moderación, que estaría asociada a la desaceleración de la actividad económica en Alemania, Italia y Francia. Por su parte, el PMI del sector manufacturero continuó debilitándose debido en parte a una menor dinámica de la producción y de los nuevos pedidos. Por otro lado, el mercado laboral siguió evolucionando favorablemente, alcanzando en mayo la menor tasa de desempleo desde el 2008 (8,4%). Las tensiones políticas y las medidas proteccionistas de EE.UU han sido los puntos de mayor incertidumbre que han restado optimismo al escenario europeo. En este contexto, el crecimiento del PIB de 2018 y de 2019 se ha revisado a la baja, pasando de 2,4% a 2,2% y de 2% a 1,9%, respectivamente. A pesar de ello, el crecimiento en la región, aunque menor a lo esperado, sigue siendo robusto.

En China, la economía creció 6,8% interanual en el primer trimestre de 2018, levemente por encima de las expectativas del mercado (6,7%). Este resultado estuvo respaldado principalmente por una fuerte demanda de consumo. En cuanto al sector manufacturero, el PMI se ubicó en 51,5 en el mes de junio, por encima de lo reportado en el anterior informe (febrero). Hacia adelante, se espera un menor dinamismo de la actividad, como consecuencia de las medidas de ajuste promovidas por el gobierno para disminuir los riesgos crediticios y desinflar la burbuja inmobiliaria. Dado que este escenario se encuentra dentro de lo previsto, los pronósticos de crecimiento para el año 2018 se han mantenido sin cambios respecto al IPoM anterior (6,5%). Para el 2019, se ha ajustado levemente al alza, de 6,2% a 6,3%, aunque se mantiene por debajo de la tasa de expansión del 2018. En cuanto a los factores de riesgo, los efectos del ajuste gubernamental para reducir los problemas de deuda y la incertidumbre en torno a las

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

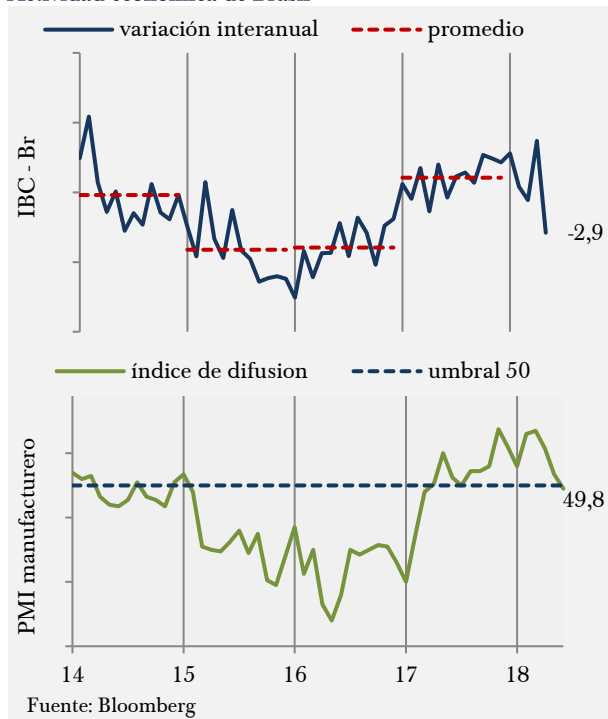
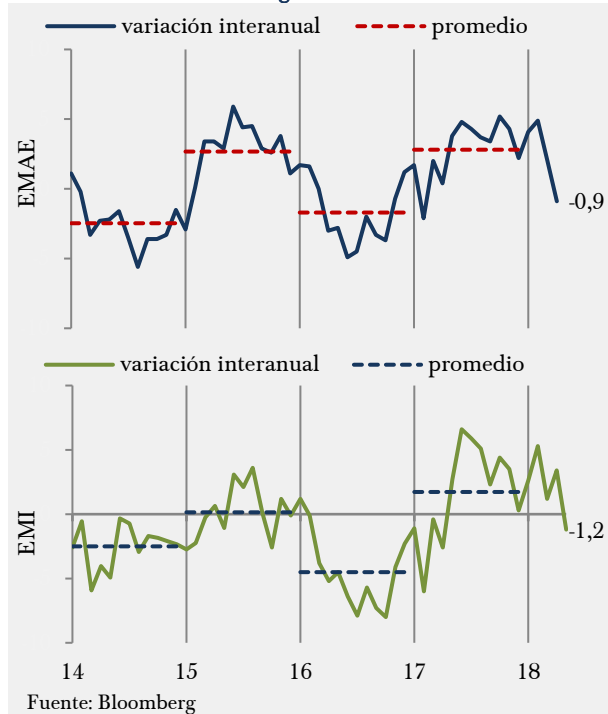


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



disputas comerciales con EE.UU. son los de mayor relevancia.

En la región, la economía de Brasil creció 0,4% en el primer trimestre del año en relación al trimestre anterior. Por el lado de la oferta, se destacó el aumento de la producción agropecuaria al tiempo que la actividad industrial se desaceleró. Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares y la inversión explicaron mayormente dicho crecimiento. En términos interanuales, el PIB se incrementó en 1,2% en el primer trimestre de 2018. Para el segundo trimestre, los indicadores de corto plazo adelantan una desaceleración, por lo que la recuperación económica de Brasil se daría a un ritmo más lento respecto al previsto. El IBC-Br se redujo 2,9% interanual en mayo, mientras que, el PMI manufacturero cayó a 49,8 en junio, afectados fuertemente por la protesta de camioneros que paralizó gran parte de la cadena productiva. Por su parte, en el mercado laboral se ha observado una mejora en los últimos meses con una tasa de desempleo de 12,7% en mayo. La reciente paralización del sector transporte se dio en medio de un escenario de incipiente repunte económico, que sumado a la actual volatilidad política y financiera ha generado cierta incertidumbre sobre la evolución de la economía en los próximos meses. En este contexto, las proyecciones del PIB de Brasil se han deteriorado con respecto al IPoM anterior, bajando de 2,7% a 1,8% para el 2018 y de 2,7% a 2,6% para el año 2019. Los riesgos más significativos para Brasil están asociados a las condiciones financieras más restrictivas para los mercados emergentes y a los costos de ajuste de las reformas necesarias en la economía.

En Argentina, el PIB creció 3,6% interanual en el primer trimestre, explicado principalmente por el aumento de la inversión (18,3%) y el consumo privado (4,1%). Para el segundo trimestre y lo que resta del año, se estima una importante desaceleración debido entre otros factores a la sequía que afectó fuertemente a los principales productos agrícolas, a la reciente inestabilidad cambiaria y al endurecimiento de las condiciones crediticias. En este sentido, el EMAE, se contrajo 0,9% interanual en el mes de abril, debido especialmente, a los efectos de la sequía en la agricultura. De manera similar, el Estimador Mensual Industrial (EMI), tuvo una contracción de 1,2% en mayo explicado, principalmente, por las caídas de la industria textil, la elaboración de sustancias y productos químicos y la metalmecánica. De esta forma, el pronóstico de crecimiento

Gráfico I.6
Inflación en EEUU

Variación interanual, porcentaje

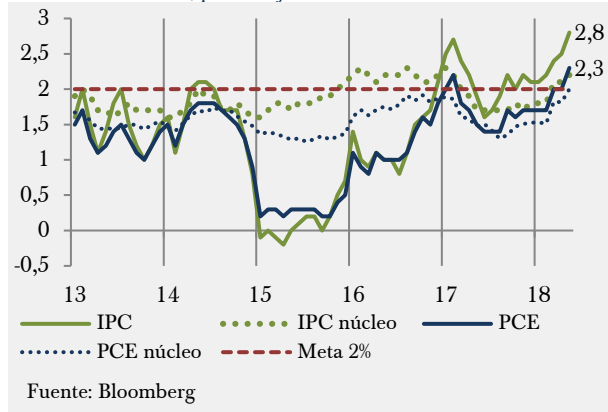


Gráfico I.7
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona

Porcentaje

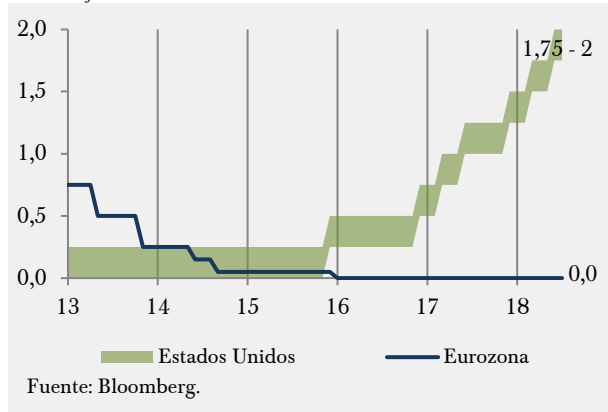
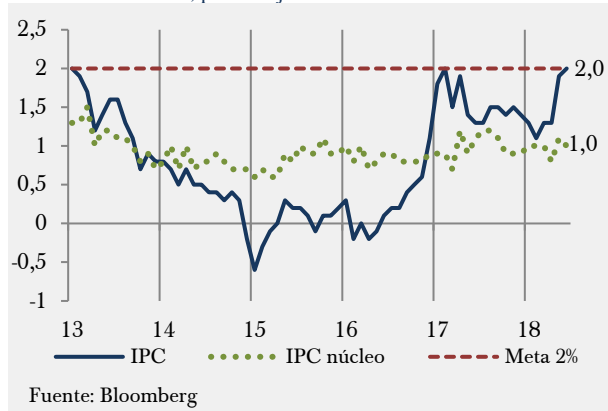


Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



del PIB de Argentina ha sido revisado a la baja tanto para el 2018 como 2019. Finalmente, es importante mencionar el acuerdo *stand by* entre el gobierno argentino y el FMI que habilitó una línea de liquidez por 50 millones de dólares para contener los riesgos financieros³.

Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de EE.UU. han aumentado desde el último IPoM. Por un lado, la variación del IPC ascendió a 2,8% interanual en mayo impulsada por la suba de combustibles, mientras que su medida núcleo alcanzó 2,2%. Por otro lado, la variación del índice de precios PCE se situó en 2,3% interanual, mientras que la inflación núcleo del mismo índice fue 2% interanual en mayo. Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED), considerando la evolución observada y esperada del mercado laboral y de la inflación aumentó nuevamente el rango objetivo de fondos federales a [1,75% - 2%] en la reunión de junio. El mercado espera una tercera suba del año para setiembre e incluso va tomando fuerza la posibilidad de un cuarto aumento de la tasa de política para diciembre. Esto último sustentado en los indicadores económicos más recientes, sumados al mejoramiento permanente del mercado laboral y el repunte de las medidas de inflación. Además, cabe destacar, que la FED continúa con su programa de normalización de hoja de balance iniciado en octubre de 2017.

En la Eurozona, la tasa de inflación total tuvo un importante repunte desde el IPoM anterior, aumentando 2% interanual en junio, empujado por el aumento de precios de combustibles, mientras que la inflación núcleo se mantuvo estable con 1% de crecimiento interanual en junio. En cuanto a las decisiones de política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia en su reunión de junio y, según lo anunciaron, lo seguirá haciendo al menos hasta el verano europeo de 2019 (junio a setiembre), siguiendo con una posición monetaria acomodaticia que asegure un nivel de inflación compatible con su meta de mediano plazo. De esta manera, la tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,4%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25%. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, el BCE anunció que, si la inflación evoluciona de la manera

³ Ver recuadro II: “Probables efectos de la situación económica de Argentina sobre Paraguay”

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

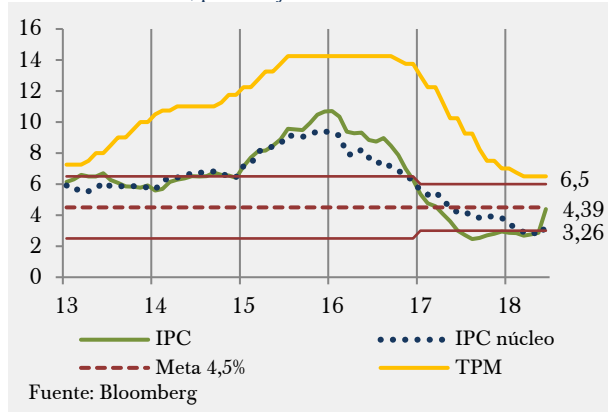


Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación mensual, porcentaje

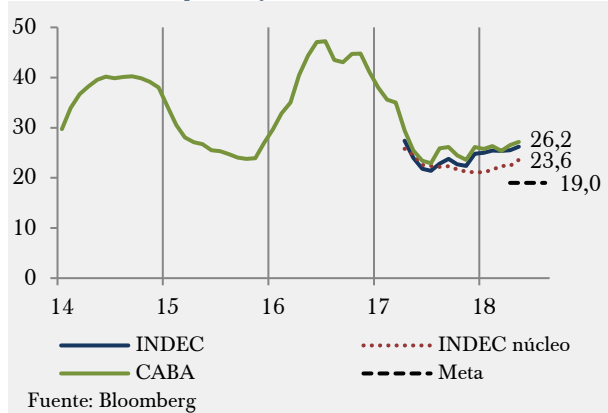
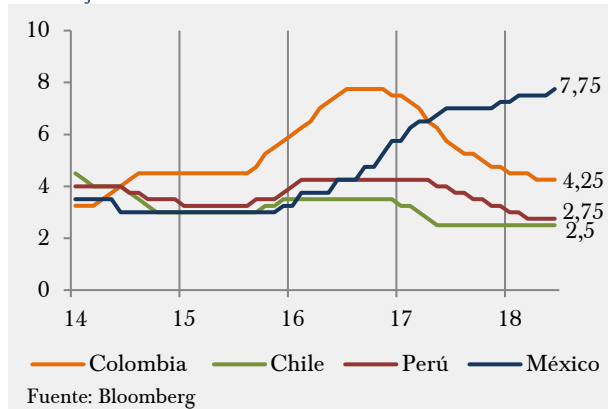


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



esperada, desde octubre reducirán las compras de activos de 30 a 15 mil millones de euros mensuales hasta diciembre de 2018 y luego las cesarán.

En la región, la inflación total de Brasil tuvo un incremento significativo en junio ubicándose en 4,39% interanual (2,9% en mayo), explicado, especialmente, por el aumento de precios de combustibles. Igualmente, la inflación núcleo repuntó levemente a 3,26% en junio. Según la encuesta de Focus, se espera que la inflación permanezca por debajo de la meta de 4,5% en el corto plazo, repuntando levemente durante el 2018 para cerrar en 4,2%, y luego mantenerse en estos niveles durante el 2019. En este escenario, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidió mantener la tasa SELIC en 6,5% en su última reunión de junio y, según las expectativas de mercado, los agentes esperan que la tasa actual se mantenga para lo que resta del 2018.

La inflación general del INDEC de Argentina se aceleró desde el último IPoM, alcanzando la tasa de 26,2% en mayo, similar comportamiento al del indicador de la inflación total medida por CABA. Por su parte, la inflación núcleo del INDEC ha seguido con tendencia alcista desde febrero alcanzando la tasa de 23,6% en mayo. El Banco Central de la República Argentina (BCRA), luego del reciente escenario de inestabilidad cambiaria ha tomado una serie de medidas para estabilizar el mercado y resguardar su proceso de desinflación. Entre dichas medidas, se destacan el incremento de la tasa de política monetaria en 12,75 p.p. hasta 40%, y el aumento de las intervenciones cambiarias para contener la depreciación del peso. Adicionalmente, se han redefinido las metas de inflación, donde los nuevos objetivos son de 17% para el 2019, 13% para el 2020 y 9% para el 2021. Además, como parte del acuerdo con el FMI, el BCRA se comprometió a eliminar inmediatamente las transferencias al Tesoro y a depurar su hoja balance con recompras por parte del Ministerio de Hacienda de las Letras Intransferibles del mismo.

Con respecto al IPoM anterior, entre los demás países con metas de inflación de la región (Gráfico I.11), se observó una reducción de la tasa de política monetaria en Colombia (4,5% a 4,25%), mientras que Perú y Chile la mantuvieron en 2,75% y 2,5% respectivamente. México, por otro lado, volvió una vez más a aumentar la tasa de 7,5% a 7,75%.

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

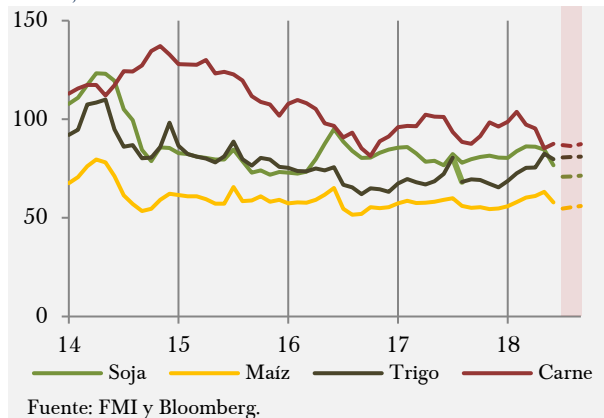


Gráfico I.13
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril

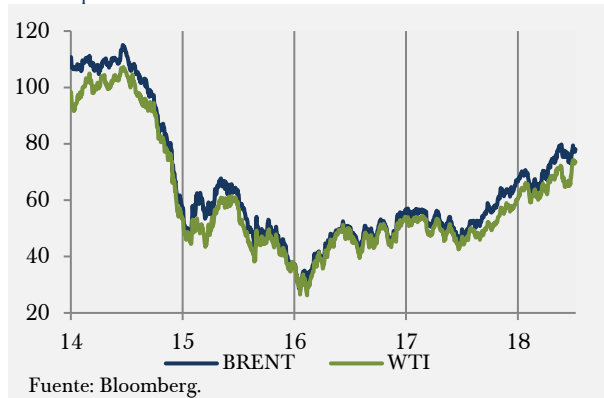
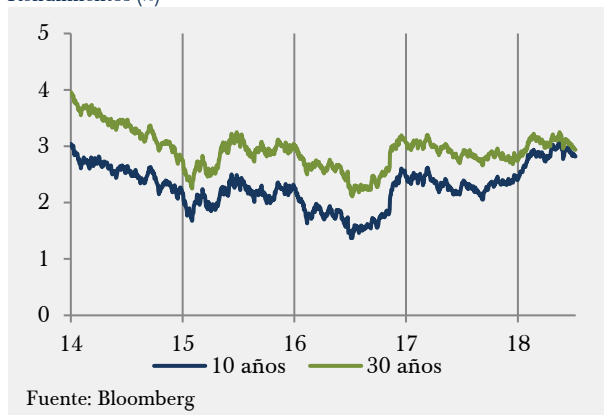


Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



Materias primas

Los precios de los *commodities* seleccionados en su mayoría han bajado con respecto al IPoM anterior. El precio de la soja ha disminuido 11% desde el último informe, afectado por la incertidumbre en torno a los aranceles chinos a la soja americana. El precio del trigo se ha incrementado en 5,7%, por efecto de las condiciones climáticas de Europa y EE.UU., tendencia que cambiaría para el trimestre siguiente observando los precios de contratos futuros. En cuanto al maíz, su precio se ha reducido 4% y según los contratos futuros se espera una leve recuperación desde agosto. Por último, el precio de la carne ha registrado una caída de 10% como se esperaba en el informe anterior. No obstante, para el próximo trimestre se espera una cotización bastante cercana a los precios actuales.

Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo se han incrementado, principalmente por la disminución del suministro de Irán, Libia y Venezuela. Si bien, en la última reunión de la OPEP se acordó subir la producción del crudo, no se sabe con exactitud si este aumento compensaría la demanda creciente. En específico, el precio del petróleo Brent ha subido en 13%, mientras que el de WTI en 14,2% respecto al informe anterior. Los mercados de futuros sugieren que los precios se mantendrían en los niveles actuales o levemente inferiores durante el resto del 2018.

Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de EE.UU. con vencimiento a 10 y 30 años han aumentado en promedio con respecto al IPoM anterior. Dicho comportamiento ha sido impulsado por las mejores perspectivas económicas reflejadas en los datos de empleo, salarios y de los indicadores coyunturales, así como expectativas de mayor velocidad de ajuste de la tasa de política monetaria. Sin embargo, desde mediados de mayo los rendimientos han disminuido nuevamente debido al aumento de las tensiones sobre la guerra comercial y las crisis políticas en Europa que han impulsado la compra de bonos americanos como refugio seguro.

El índice bursátil de los Estados Unidos ha mejorado 2,9% desde el IPoM anterior, debido al mejoramiento continuo de sus indicadores económicos que respaldan a las empresas

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

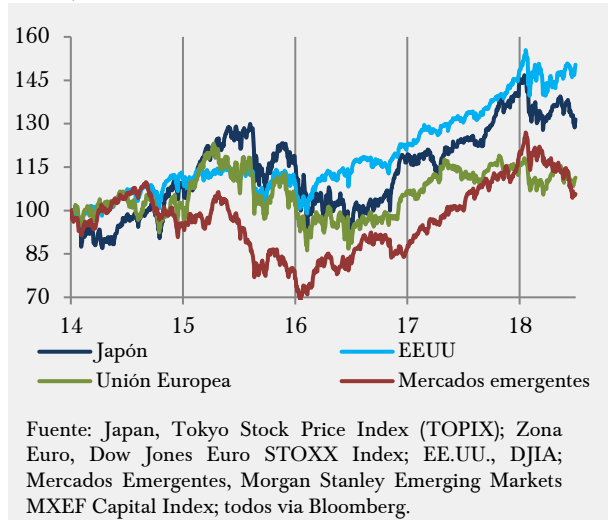
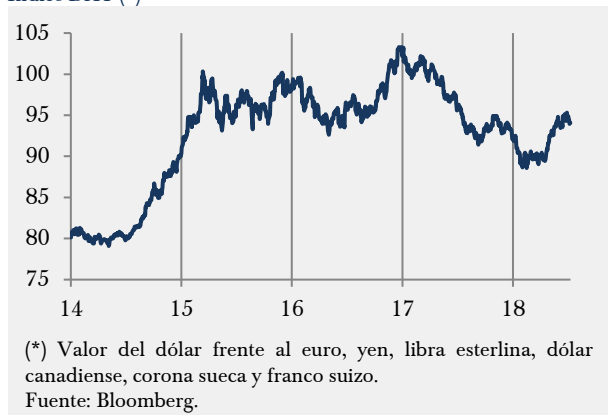


Gráfico I.16
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



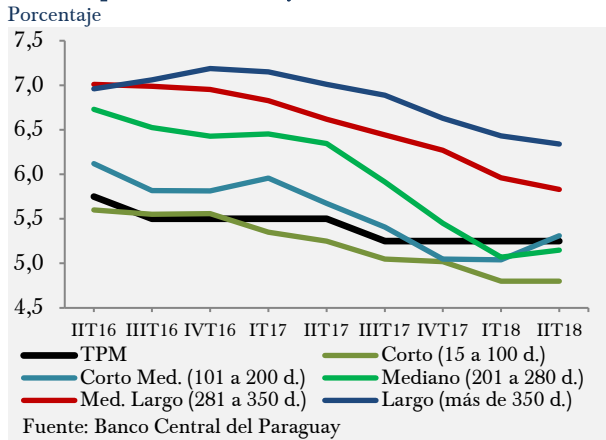
americanas. Por otro lado, tanto el índice Nikkei como el índice europeo se encuentran prácticamente en los mismos niveles, pero con tendencias bajistas en el último mes, explicado en ambos casos por la incertidumbre creciente con respecto a la guerra comercial y los problemas políticos de algunos países de la Eurozona. Finalmente, el índice de mercados emergentes ha tenido una importante caída de 8,7% con respecto al informe anterior, por el menor apetito al riesgo hacia estos mercados debido al endurecimiento monetario llevado adelante en las economías avanzadas.

En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se ha apreciado 5%. Esta suba en la cotización de la divisa norteamericana estuvo explicada en gran medida por el mejoramiento en las perspectivas de la economía de EE.UU. y por el debilitamiento en los últimos meses del euro. La divisa europea se vio afectada por resultados coyunturales por debajo de las expectativas y por problemas políticos en algunos países miembros.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM



Política Monetaria

En el ámbito internacional, si bien, el panorama económico de las principales economías avanzadas y emergentes se mostró favorable, las medidas comerciales anunciadas por Estados Unidos y China generaron mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la economía global.

En el plano regional, al inicio del segundo trimestre del año, los indicadores de actividad de las principales economías vecinas mostraron señales de recuperación, sin embargo, estos pronósticos fueron debilitándose de forma gradual a causa de ciertos fenómenos de carácter interno, agravados por un escenario internacional más complejo.

En el ámbito doméstico, la evolución de la inflación y su trayectoria esperada se mantuvieron en línea con la meta de mediano plazo. Así también, las expectativas de los agentes económicos permanecieron ancladas al objetivo inflacionario. Por su parte, en lo que respecta a la actividad económica, se observó un dinamismo favorable impulsado principalmente por el sector secundario y terciario, conforme a lo revelado por los indicadores de corto plazo.

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

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

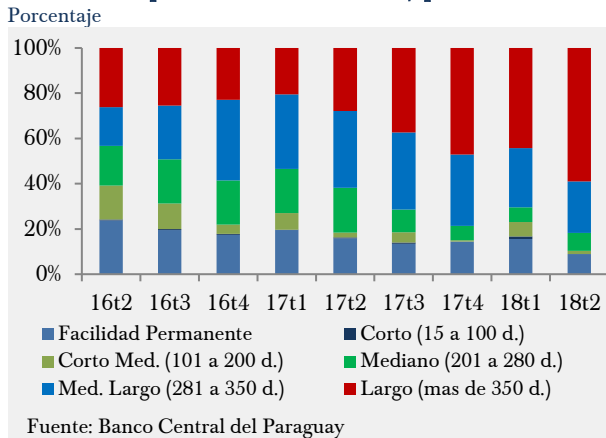
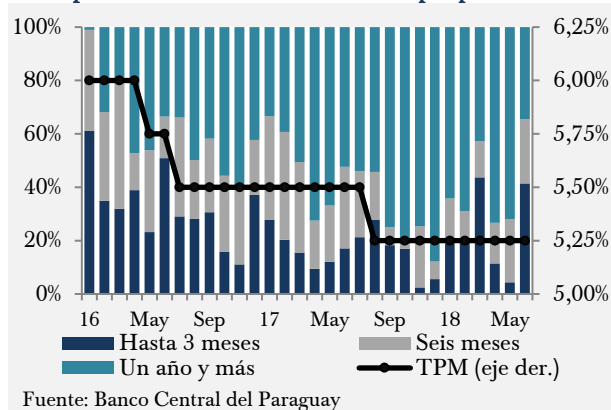


Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos

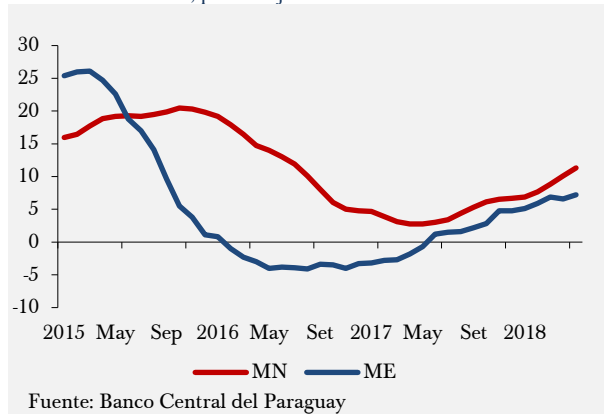


Instrumentos de Regulación Monetaria

El saldo de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) mostró una recomposición hacia el plazo de más de 350 días (Largo), en detrimento de los plazos Mediano-Largo, Corto-Mediano y la Facilidad Permanente de Depósito en el segundo trimestre de 2018 en relación al trimestre pasado. Asimismo, el plazo Mediano (201 a 280 días) se incrementó en el margen. La participación del plazo Largo se incrementó en 14,7%, y el plazo Mediano aumentó en 1,3% en relación al trimestre pasado. Además de la recomposición de cartera, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo en 14,1% en relación al primer trimestre de 2018, explicado principalmente por la

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



FPD (-8,0 p.p.) y el plazo mediano-largo (-6,5 p.p.) (gráfico II.2).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), a finales del segundo trimestre del año se registró un mayor apetito por los plazos de los instrumentos de hasta 3 meses en detrimento del plazo de los demás plazos. Así, en junio de 2018 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 41,4% del total, la de 6 meses representó el 24,1% y la de 1 año y más representó el 34,5% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el último informe, el ritmo de crecimiento de los créditos ha seguido mejorando. En el mes de mayo de 2018, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 12,8%, superior a la registrada al cierre del último IPoM (9,1%). Asimismo, los créditos en moneda extranjera han mostrado un incremento de 7,2% interanual, superior al 5,9% observado hasta el mes de febrero de 2018 (gráfico II.4).

En términos sectoriales, se observa una buena dinámica de los préstamos destinados a servicios, comercio al por mayor y al por menor, como así también los orientados al consumo, a la industria y a las construcciones (gráfico II.5).

Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito, del primer trimestre del año del 2018, muestra que el 72% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos. Esta tasa es superior a la observada en el mismo periodo del 2017 (52%) y es consistente con los datos observados en cuanto al crecimiento de los créditos (gráfico II.6).

En línea con lo anterior, el índice de las expectativas para la concesión de créditos también se mantiene en la zona de expansión (gráfico II.7). A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses permanecen en la zona de expansión, destacándose las respuestas con relación al sector agrícola para 3 y 6 meses y otros relacionados tanto al comercio y/o al consumo a 1 año (gráfico II.8).

Gráfico II.5
Créditos por sectores

Variación interanual

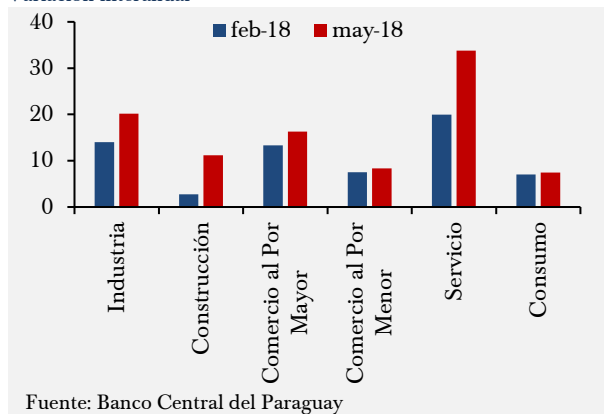


Gráfico II.6
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?

Porcentaje

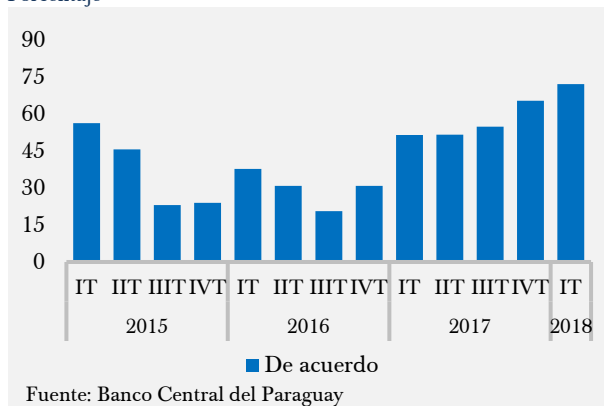


Gráfico II.7
Índice de situación, expectativas y confianza del Crédito
Índice de difusión

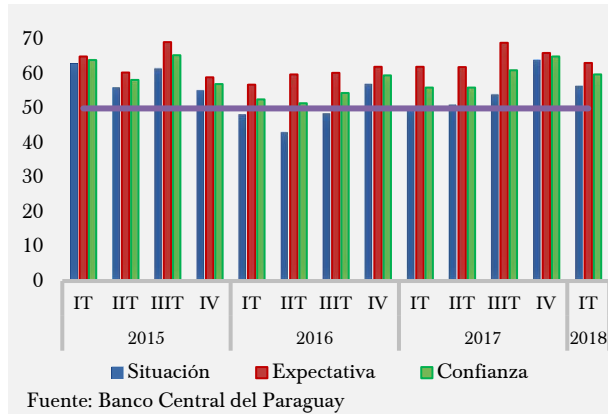


Gráfico II.8
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito
Índice de difusión

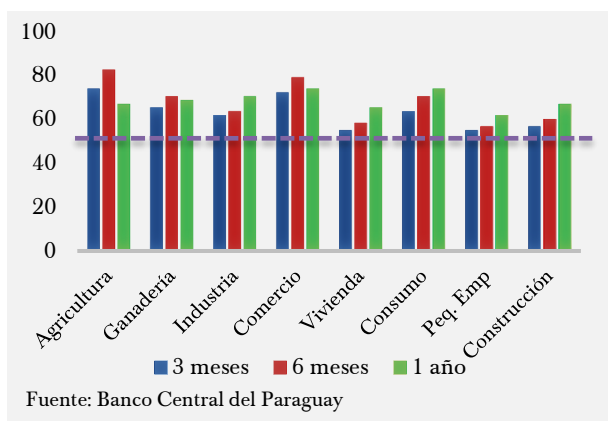
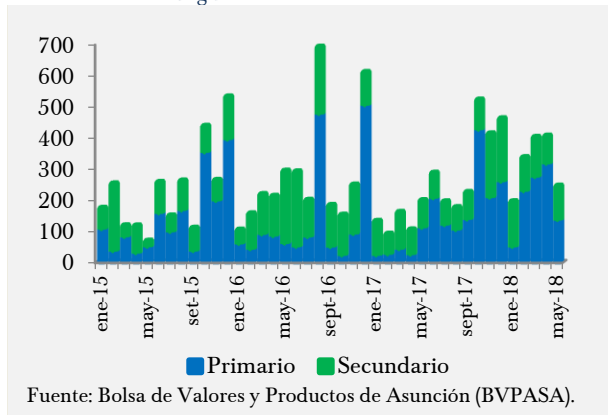


Gráfico II.9
Volumen negociado en la BVPASA
En miles millones de guaraníes



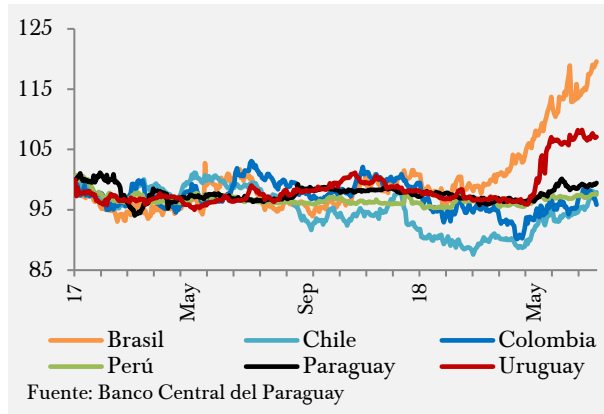
Mercado bursátil

El total negociado al mes de mayo en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 132,08%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (159,9%) y renta variable (5,4%), aunque fue marginalmente compensado por la disminución de las operaciones en instrumentos de reporto (3,88%). Por otro lado, del total negociado en los cinco primeros meses del año, el 63,55% correspondió a transacciones en el mercado primario y 36,45% al mercado secundario (gráfico II.9).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en mayo, la distribución es la siguiente: bonos subordinados (46,3%), bonos corporativos (21,4%), bonos públicos (20,1%), bonos financieros (8,9%), acciones (2,6%) y títulos de crédito (0,08%).

En mayo la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 8,76% y en 6,43% para aquellas en moneda extranjera.

Gráfico II.10
Tipo de cambio nominal respecto al dólar
Índice ene-2017=100

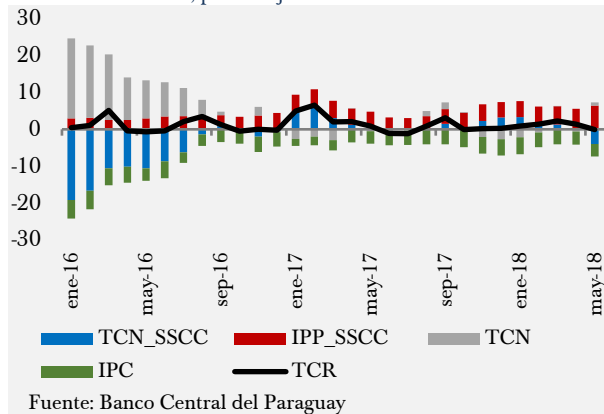


Tipo de cambio

En el segundo trimestre del año, todas las monedas de la región presentaron depreciaciones en relación a las cotizaciones registradas a finales del pasado trimestre. Así, las tasas de depreciaciones observadas fueron: real brasileño (17,3%), peso uruguayo (10,8%), peso chileno (8,3%), peso colombiano (4,9%), guaraní (2,6%) y sol peruano (1,8%) (gráfico II.10).

Por otra parte, en mayo de 2018, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció mínimamente en 0,1% con respecto al mismo mes del año anterior y en 0,4% respecto a diciembre de 2017. Esta leve apreciación se debió a que la depreciación de las monedas de los socios comerciales fue atenuada por una inflación más elevada de los mismos (gráfico II.11).

Gráfico II.11
Tipo de cambio real multilateral
Variación interanual, porcentaje



III. Escenario Doméstico

Tabla III.1
PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

Sectores	Pond. 2017	2017				2018
		I	II	III	IV	I
Agricultura	8,1	7,9	5,9	0,5	-1,2	1,4
Ganadería, forestal pesca y minería	3,3	9,3	-2,8	3,0	6,9	-4,1
Industria manufacturera	20,0	11,9	4,9	9,8	9,5	5,4
Electricidad y agua	8,2	-1,0	-6,0	-10,9	3,2	7,7
Construcción	5,9	12,2	-9,5	0,7	-7,7	-6,3
Servicios	47,1	5,5	3,5	6,4	6,9	5,8
Impuestos a los productos	7,4	6,5	2,5	6,2	5,0	3,1
PIB Total	100,0	6,9	2,0	4,7	5,4	4,1
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,1	7,3	2,6	6,5	6,2	4,2

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1
PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje

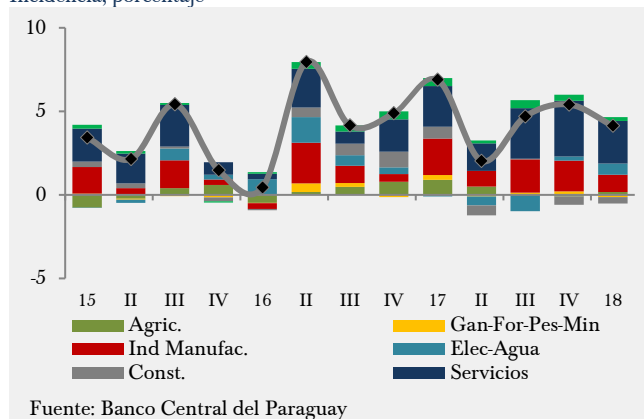


Tabla III.2
PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2017	2017				2018
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna	95,6	9,2	8,4	4,1	4,6	4,8
Consumo hogares	63,8	5,6	4,0	6,7	2,9	5,0
Consumo gobierno	10,9	-2,9	4,1	3,0	1,9	9,4
Formación Bruta de Capital	21,0	28,6	29,8	-4,4	10,5	2,0
Exportaciones	36,9	8,3	-6,8	13,6	17,7	3,9
Importaciones	32,5	16,4	9,8	13,8	14,1	5,8
PIB Total	100,0	6,9	2,0	4,7	5,4	4,1

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La buena dinámica de la actividad económica ha seguido observándose durante los primeros meses del 2018. En el primer trimestre, el PIB se expandió 4,1%, tasa relativamente elevada teniendo en cuenta la alta base de comparación del año pasado (6,9% de crecimiento en el primer trimestre del 2017). Por el lado de la oferta, este resultado se explicó por el desempeño de los servicios (principalmente comercio), las industrias manufactureras, electricidad y agua, y en menor medida por la producción del sector agrícola. Por el lado del gasto, el crecimiento se debió fundamentalmente por la demanda interna (consumo total e inversión).

El sector de los servicios ha seguido liderando el crecimiento del presente año. En este primer trimestre, el sector creció 5,8%, lo cual significó un aporte de 2,5 puntos porcentuales (p.p.) a la variación del PIB. Esta dinámica positiva se explicó principalmente por los buenos resultados observados en la actividad comercial. Otras actividades que han registrado un desempeño positivo fueron los servicios a los hogares, hoteles y restaurantes, telecomunicaciones, transportes y los servicios gubernamentales (tabla III.1).

Asimismo, la actividad manufacturera continuó un desempeño satisfactorio, con una tasa de variación de 5,4% en el periodo de análisis (contribución de 1 p.p.). Las ramas industriales que tuvieron mayor incidencia en la expansión del sector fueron la producción de aceites, molinería y panadería, bebidas y tabaco, textiles, papel y productos del papel, productos metálicos y maquinarias y equipos. No obstante, el desenvolvimiento positivo fue amortiguado por las bajas presentadas en la producción de carne, cuero y calzados, químicos y minerales no metálicos.

Por otra parte, el sector de electricidad y agua (que incluye las binacionales) presentó una variación interanual de 7,7% con respecto al mismo trimestre del año anterior (aporte de 0,7 p.p.), situándose muy por encima del promedio verificado en los últimos tres años (3,1%). El resultado del trimestre se debió especialmente a la mayor generación de energía eléctrica por parte de la Binacional Itaipú.

Gráfico III.2
PIB: componentes de demanda
Incidencia, porcentaje

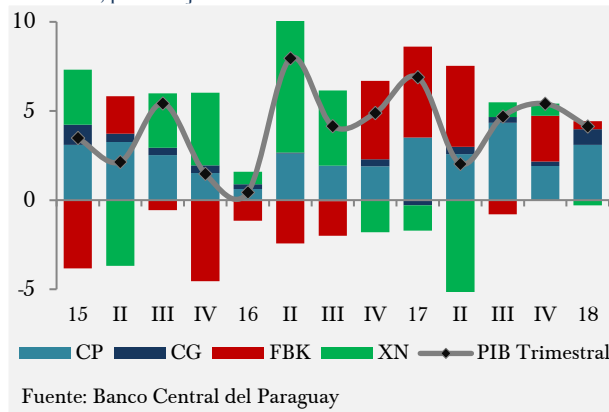


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

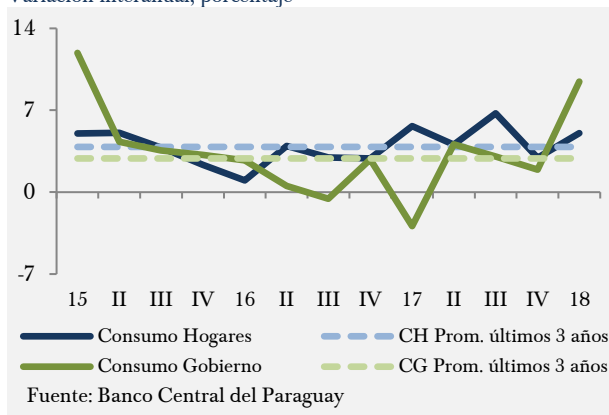
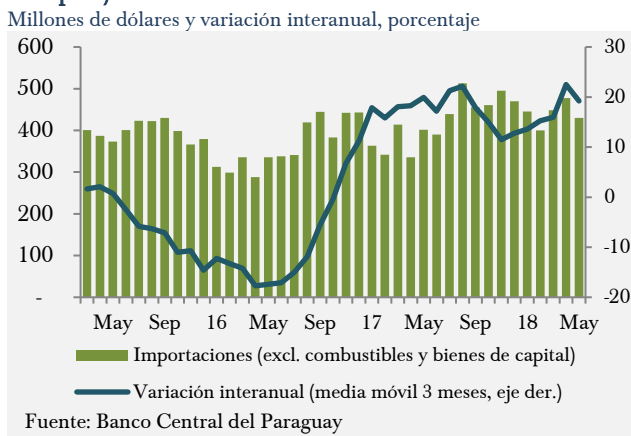


Gráfico III.4
Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)



Con respecto al sector agrícola (en base a datos preliminares del MAG), el sector tendría un incremento interanual de 1,4% en el primer trimestre de 2018 (promedio de 3,3% en los últimos tres años). Este resultado positivo estaría sustentado en parte por la buena campaña sojera. Además, se observan buenos desempeños en otros cultivos agrícolas como el maíz, la mandioca, el arroz, el tabaco, el sésamo y el poroto. La mayor producción de la presente zafra se debería más bien a un aumento de la superficie cultivada, ya que el rendimiento esperado sería similar a la campaña anterior.

El sector “ganadería, forestal, pesca y minería” presentó una caída interanual de 4,1%, aunque la incidencia fue mínima, dada la baja ponderación que tiene dentro de la estructura productiva. Este comportamiento del trimestre se vio influenciado por la caída en el nivel de faenamiento de ganado vacuno, principal rubro del sector pecuario. Sin embargo, la baja fue compensada, en parte, por los buenos niveles alcanzados por los otros rubros pecuarios como el faenamiento de aves, cerdo, la producción de leche cruda y huevos, los cuales mostraron resultados favorables en el trimestre, al igual que la actividad forestal y minera.

El sector de la construcción también verificó una caída interanual (6,3%) en el primer trimestre de 2018. El desempeño de la actividad estuvo explicado por el menor dinamismo de las obras debido a las condiciones climáticas adversas que obstaculizaron la normal ejecución de las mismas, durante el presente trimestre. Asimismo, se debe tener en cuenta el efecto base, dado el importante crecimiento que había registrado el sector en el mismo trimestre del 2017.

Desde la perspectiva del gasto, el crecimiento del PIB fue sostenido nuevamente por la demanda interna (incremento interanual de 4,8%). Entre los principales componentes de la demanda interna, se destacan los aumentos de 5,6% en el consumo total y de 2,0% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones positivas significativas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual importante de 5,0% (situándose por encima del promedio de 3,9% de los últimos tres años) y continúa siendo impulsado fundamentalmente por las compras de bienes durables (equipamientos para el hogar y vehículos automotores), prendas de vestir y calzados, además de mayores niveles de

Gráfico III.5
Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

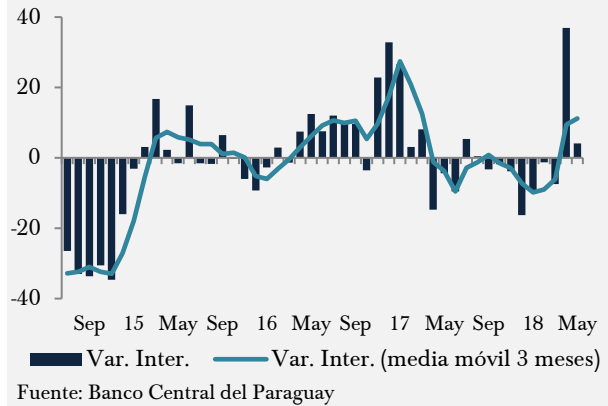


Gráfico III.6
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

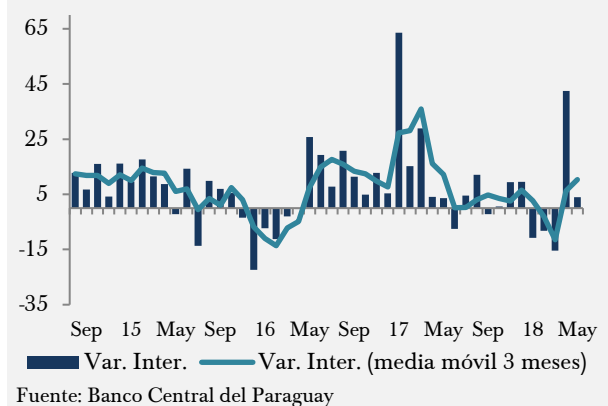
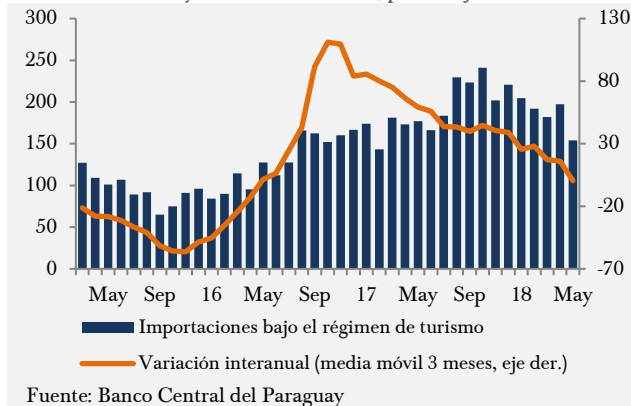


Gráfico III.7
Importaciones bajo el régimen de turismo

Millones de dólares y variación interanual, porcentaje



gastos en alimentos y bebidas, servicios de salud y restaurantes.

A su vez, el consumo público también verificó un crecimiento (9,4%) en términos interanuales, mostrando esta trayectoria positiva por cuarto trimestre consecutivo.

La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha registrado una leve caída -0,7% en términos interanuales, explicado por la reducción de las construcciones, debido a las condiciones climáticas adversas que afectaron la ejecución normal de las obras tanto públicas como privadas. Sin embargo, el aumento de las inversiones en maquinarias y equipos atenuó la caída de la FBKF. Por otro lado, la variación de existencias mostró un incremento de 16,5%, lo cual explica el crecimiento positivo de la FBK.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron crecimientos interanuales de 3,9%, mientras que las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 5,8%.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2018, con 4,4 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose el consumo total con 4,0 p.p. y en menor medida la FBK con una incidencia de 0,4 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa de -0,3 p.p.

Por último, la actividad económica en general muestra un desempeño acorde con las previsiones para el 2018. En el segundo trimestre del año el resultado estaría sustentado nuevamente por los sectores de servicios, las industrias manufactureras, el aumento de la producción de energía eléctrica de las binacionales y la recuperación del sector de la construcción. Por otro lado, los indicadores vinculados a la demanda interna han continuado mostrando una evolución favorable.

Cuenta Corriente

Para el año 2017, la estimación del saldo de la cuenta corriente ha sido ajustada de USD -368,7 millones a USD -298,4 millones, fundamentalmente por una corrección en el saldo de la balanza de renta.

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

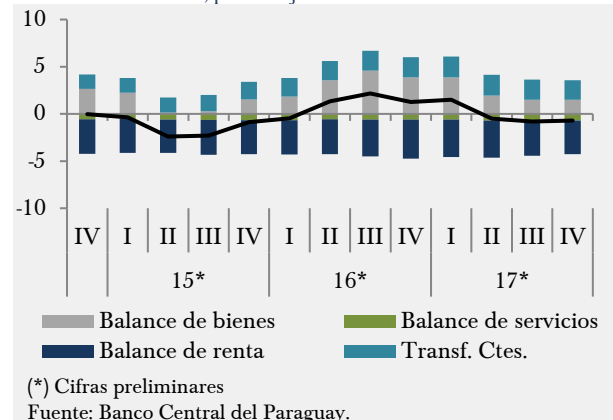


Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2016 *	2017 (f)	2018 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	414,5	-298,4	-444,4
Balanza Comercial	1.366,5	557,6	291,5
Exportaciones	11.155,4	12.081,8	12.585,4
Importaciones	-9.788,8	-11.524,2	-12.293,9
Servicios	-221,1	-273,0	-280,7
Renta	-1.506,4	-1.405,0	-1.335,4
Transferencia Corriente	775,5	822,7	880,3
Cuenta Corriente (% PIB)	1,1	-0,8	-1,0

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

Por su parte, para el 2018, las proyecciones de crecimiento de las partidas del comercio exterior se mantuvieron con respecto al IPoM anterior. Durante el primer semestre, las exportaciones han mostrado una dinámica consistente con lo esperado, principalmente como resultado de los mayores envíos de soja (y sus derivados), carne, y productos exportados bajo el régimen de maquila. De esta manera, se espera una expansión de las exportaciones en torno al 4,2% para el presente año.

Asimismo, las importaciones han seguido exhibiendo un desempeño favorable en el primer semestre, explicado básicamente por las adquisiciones de bienes para uso interno, tanto de consumo, intermedios y de capital. El ritmo de expansión de las importaciones bajo el régimen de turismo se ha desacelerado en los últimos meses, lo cual es coherente con el menor dinamismo de la economía brasileña y la depreciación de su moneda. En este escenario, la proyección para las importaciones totales se mantuvo en 6,5%.

Si bien la balanza comercial no ha cambiado, se ha ajustado el balance de renta (menos negativo), lo que explica en gran medida el menor saldo (déficit) de la cuenta corriente para el 2018, que se redujo de USD -511,1 millones a USD -444,4 millones.

Es importante resaltar que a partir de este IPoM se están utilizando los nuevos niveles del PIB base 2014 (ver recuadro II). Con los nuevos datos, los ratios del saldo de la cuenta corriente respecto al PIB se situaron en 1,1% para el año 2016, -0,8% para el 2017 y -1,0% proyectado para el año 2018.

Finanzas públicas

Con respecto al IPoM anterior, se ha observado una recuperación en el crecimiento de los ingresos totales recaudados, en tanto que, los gastos aumentaron a un ritmo similar al exhibido en marzo. Como resultado, el balance fiscal anualizado a junio arrojó déficit, aunque en línea con el límite establecido (1,5% del PIB) en la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF).

El ingreso total recaudado acumulado a junio ascendió a 15,5 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento de 9,2% 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

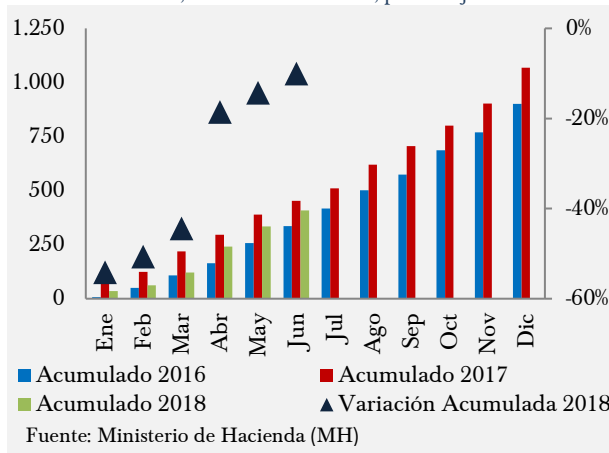
Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central
En miles de millones de guaraníes

	Junio 2017	Junio 2018	Variación (%)
Ingreso total recaudado	14,225	15,529	9,2%
Ingresos tributarios	10,234	11,218	9,6%
Otros ingresos	3,991	4,311	8,0%
Gasto total obligado	12,920	14,434	11,7%
Remuneración a los empleados	6,309	6,962	10,4%
Uso de bienes y servicios	1,172	1,404	19,8%
Prestaciones sociales	2,058	2,438	18,4%
Otros gastos	3,381	3,630	7,4%
Adquisición neta de activos no financieros	2,270	2,043	-10,0%
Balance operativo	1,305	1,095	
Préstamo neto/endeudamiento neto	-965	-949	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.9

Inversión física de la Administración Central
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



de 6,9 puntos porcentuales (p.p.) y en menor medida por el aumento de los ingresos no tributarios (2,3 p.p.). Cabe mencionar que, los ingresos no tributarios acumularon a junio un crecimiento de 8%, a diferencia de la contracción acumulada a marzo (-22%), lo que se atribuye en gran parte a la recuperación de los ingresos por cesión de energía (tabla III.4).

El gasto total obligado a junio totalizó 14,4 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 11,7% respecto al acumulado a junio de 2017. Se incrementaron los gastos en concepto de remuneración a los empleados, uso de bienes, servicios, prestaciones sociales, entre otros gastos.

Por su parte, la Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras, si bien sigue mostrando una variación acumulada de -10% al primer semestre, es mucho menor a la observada al cierre de marzo (-44,3%) (gráfico III.9).

Finalmente, con tales resultados de ingresos y gastos, la Administración Central presentó al mes de junio, un balance fiscal deficitario de 0,9 billones de guaraníes, que en términos anualizados se sitúa por debajo del límite de 1,5% del PIB establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

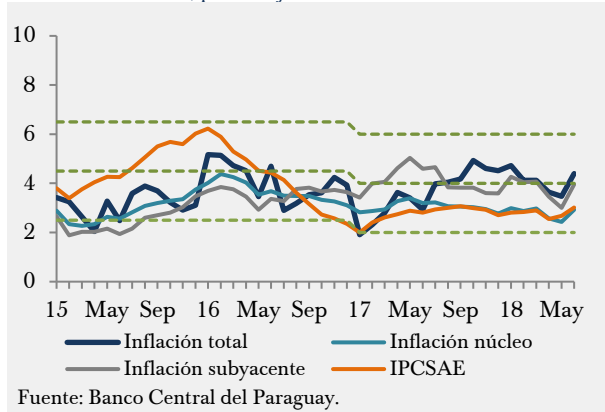
Evolución de los precios

A partir del último IPoM, la inflación total ha venido reduciéndose, si bien en el último mes del segundo trimestre mostró un incremento puntual explicado principalmente por los incrementos de precios en los combustibles, bienes duraderos de origen importado y algunos servicios de la canasta. Además, la baja base de comparación (junio del 2017) contribuyó al repunte observado. Por su parte, las otras medidas de inflación como la núcleo y la subyacente, si bien han registrado similar comportamiento al de la inflación total, se mantienen en niveles consistentes con la meta.

En el mes de junio, la inflación total registró una variación interanual de 4,4%, mayor al 4,1% observado en marzo de 2018. No obstante, el promedio entre abril y junio se situó en 3,8%, inferior al 4,3% verificado en el primer trimestre del 2018, pero mayor al promedio del 3,3% observado en el segundo trimestre del año pasado.

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

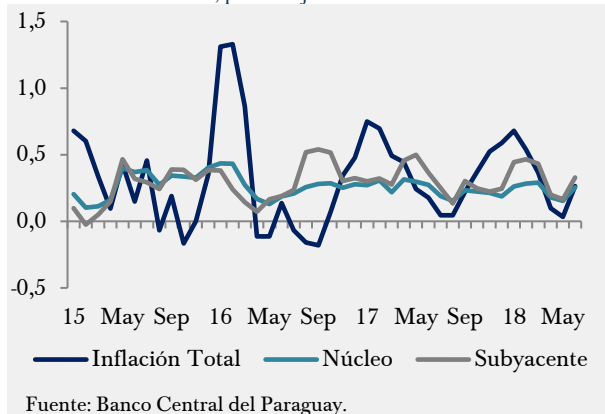
Variación interanual, porcentaje



En el segundo trimestre, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,5% y 3,1%, por debajo de las observadas en el primer trimestre (4,1% y 4%, respectivamente). Asimismo, la inflación núcleo promedio fue menor al del primer cuarto, de 2,9% se redujo a 2,6% (gráfico III.10).

Gráfico III.11
Inflación mensual

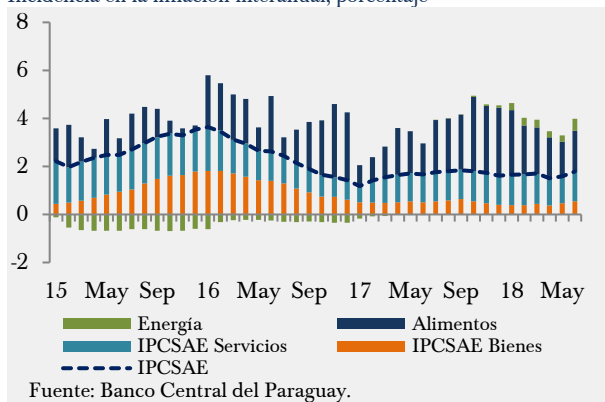
Media móvil tres meses, porcentaje



Por su parte, el promedio de la inflación mensual entre abril y junio del corriente fue 0,3%, por debajo del 0,4% observado entre enero y marzo del 2018, y mayor al observado en el segundo trimestre del año pasado (0,2%). Asimismo, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas mensuales en torno a 0,3%, en tanto las registradas entre enero y marzo de 2018 fue 0,3% y 0,4%, respectivamente (gráfico III.11).

Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Con relación al IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el segundo trimestre (abril - junio) promedió una tasa interanual de 2,8%, similar al promedio registrado en el último IPoM (gráfico III.10). En este periodo se observó una disminución en el IPCSAE servicios, cuya tasa de variación interanual promedio descendió de 3,5% en el primer trimestre del año a 3,3% en el periodo abril y junio de 2018. Por su parte, el comportamiento en los IPCSAE bienes registró una tasa de variación interanual promedio del 2% en abril y junio, superior a la observada entre enero y marzo de 2018 (1,7%) (gráfico III.12).

La inflación verificada durante el segundo trimestre del año 2018 estuvo explicada principalmente por incrementos en los precios de los combustibles y de los bienes duraderos, como así también por subas moderadas en los precios de algunos servicios de la canasta.

En cuanto a los precios de los alimentos, en el periodo abril-junio se observaron reducciones, principalmente en los rubros volátiles y en la carne vacuna. La reducción del precio de la carne se debió al aumento en la oferta, que a su vez se explicó por un mayor nivel de faenamiento y a un incremento en las importaciones durante el segundo trimestre. Por otra parte, en esta agrupación se observaron incrementos como los verificados en productos panificados, harina de trigo, productos sustitutos de la carne vacuna, y productos lácteos, entre otros. En términos interanuales, la inflación de

Gráfico III.13

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



alimentos se redujo de un promedio de 6,4% en el primer trimestre a 4,6% en el segundo trimestre.

Los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de 4,1%, menor al 4,5% observado en el primer trimestre del año 2018. Por su parte, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,8% (4,3% en el primer trimestre del 2018). En este periodo se verificó un reajuste en el precio del pasaje interurbano⁴, impulsado por el incremento en el precio del gasoil⁵ (gráfico III.13).

En los bienes no transables, se subraya los incrementos moderados de precios en educación, alquileres, servicio de telefonía móvil, paquetes turísticos al exterior e interior, gastos de salud, alimentos consumidos fuera del hogar, y servicio de cuidado personal, entre otros (gráfico III.15).

Por su parte, en el trimestre abril – junio, los bienes duraderos de origen importado observaron aumentos de precios durante el periodo, comportamiento que está estrechamente relacionado con la depreciación del tipo de cambio nominal, guaraní respecto al dólar norteamericano (gráfico III.16).

Con respecto a los bienes derivados del petróleo, durante el segundo trimestre, se registraron aumentos en los precios de los combustibles en el mercado interno, destacándose subas en los precios de las naftas, gas licuado de uso doméstico y gasoil, en línea con la tendencia al alza de la cotización internacional del crudo. Adicionalmente, se observó un aumento del precio del pasaje interurbano explicado por el ajuste del precio del gasoil.

Por otra parte, los incrementos de precios registrados en el segundo trimestre del año estuvieron concentrados en pocos productos de la canasta (en promedio). Así, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió 25,7% en este periodo, por debajo del promedio histórico del trimestre (29,9%) (gráfico III.17).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en el periodo marzo - mayo de este año, la variación interanual promedio fue -0,7%, explicada

Gráfico III.14

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje

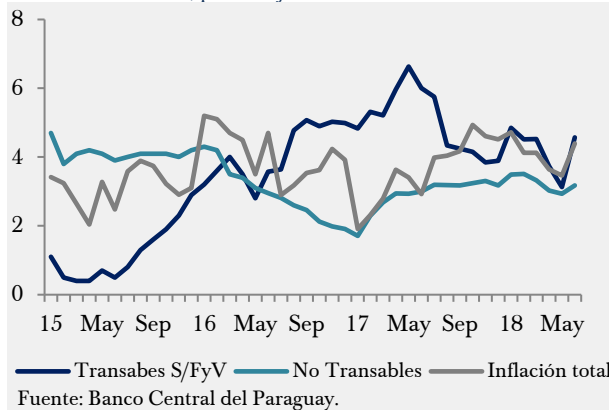
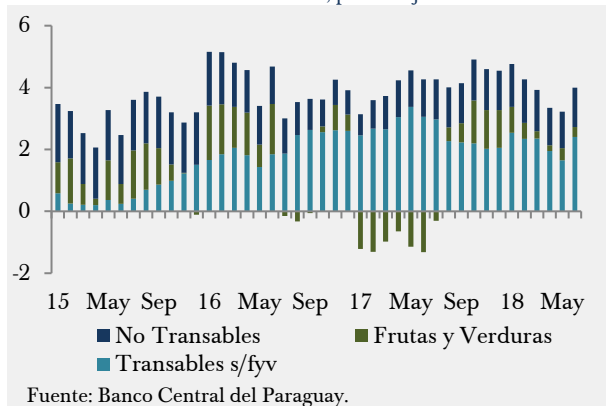


Gráfico III.15

Inflación de bienes transables y no transables

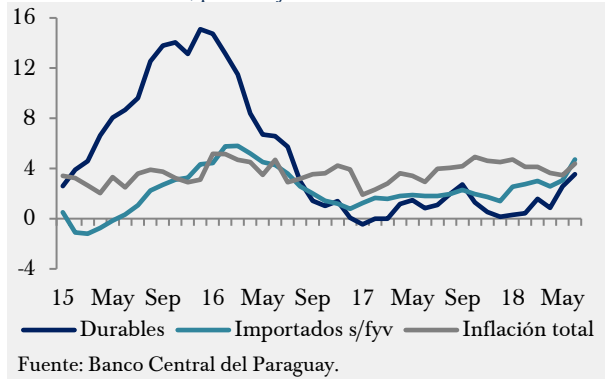
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



⁴ Decreto N° 9032/2018. Presidencia de la República del Paraguay.

⁵ Decreto N° 8982/2018. Presidencia de la República del Paraguay, por el cual el precio del gasoil común (Tipo III) deja de ser determinado por el Poder Ejecutivo, y pasa a ser un bien cuyo precio se determina por el libre juego de la oferta y la demanda.

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



principalmente por la reducción de los precios de los *commodities* agrícolas (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de junio, se ubicaron en 4,2% para el cierre del año 2018. Para los próximos 12 meses, como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

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

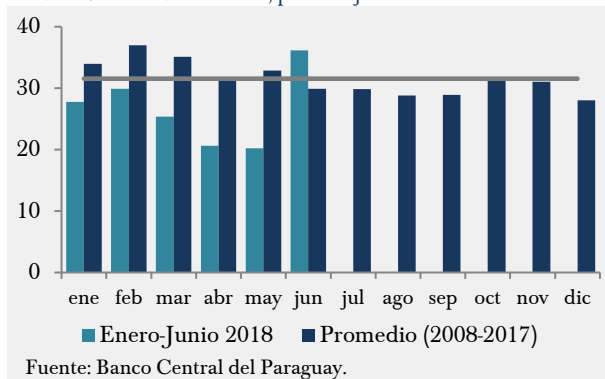
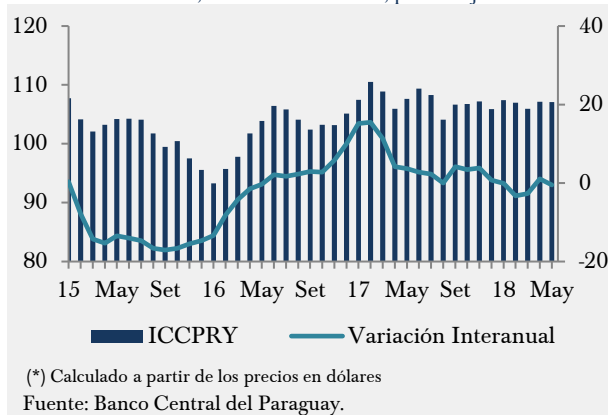


Gráfico III.18
Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Mundo	3,7	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6
EE UU	2,3	2,8	2,4	2,3	2,9	2,41
Eurozona	2,3	2,4	2,0	2,3	2,2	1,9
China	6,9	6,5	6,2	6,9	6,5	6,3
Brasil	1,0	2,7	2,7	1,0	1,8	2,6
Argentina	2,9	2,8	3,2	2,9	1,8	2,7
Socios comerciales	2,3	2,9	2,9	2,3	2,6	2,8
Socios Mercosur	1,5	2,8	3,0	1,5	2,0	2,7

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Respecto al último IPoM, la cifra de crecimiento del PIB mundial se redujo levemente, aunque a nivel de países los cambios no han sido todos en la misma dirección. Por su parte, en la región, las previsiones de Brasil y Argentina fueron corregidas significativamente a la baja, explicadas por diversos factores que han afectado el ritmo de recuperación de tales economías. Entre estos, se destaca la incertidumbre política en Brasil, mientras que en Argentina el ajuste se explica por los efectos de la sequía y de las tensiones en los mercados financieros. En cuanto a la inflación, se esperan tasas más altas en las economías avanzadas, mientras que se prevé una inflación más baja en Brasil y una más alta en Argentina.

Desde el IPoM de marzo, las previsiones de crecimiento global para el 2018 y el 2019 fueron corregidas marginalmente a la baja en 0,1 p.p. para ambos años. En tal sentido, el crecimiento del PIB mundial sería de 3,7% para el 2018 y 3,6% para el 2019 (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones se encuentran en 2,9% para el año 2018, ligeramente por encima de lo pronosticado previamente (2,8%) y se estima un crecimiento de 2,4% para el 2019. Las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas a la baja de 2,4% a 2,2% para 2018 y marginalmente de 2,0% a 1,9% para 2019.

Para China, la estimación de crecimiento para el 2018 se mantiene en 6,5%, mientras que para el 2019 se observó una mejora de 0,1 p.p., ubicándose en 6,3%.

En la región, las perspectivas para Brasil han sido corregidas a la baja en 0,9 p.p. para 2018 y en 0,1 p.p. para 2019 respecto al IPoM anterior, por lo que el crecimiento del PIB sería de 1,8% y 2,6% respectivamente. Por su parte, Argentina presenta también una revisión a la baja en su proyección de crecimiento para el 2018, de 2,8% a 1,8% y de 3,2% a 2,7% para el 2019. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los

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

	2017	2018(f)	2018(i)
Sector Primario	4,0	1,7	0,2
Agricultura	4,0	1,3	0,1
Ganadería	5,0	1,8	0,0
Forestal, Pesca y Minería	1,3	4,6	0,0
Sector Secundario	3,8	6,0	2,0
Manufactura	9,0	7,5	1,5
Construcción	-1,5	3,0	0,2
Electricidad y Agua	-3,7	4,5	0,4
Sector Terciario	5,6	4,4	2,1
Gobierno General	2,9	6,0	0,5
Comercio	11,9	6,2	0,7
Otros Servicios ⁶	4,2	3,3	0,9
Impuestos	5,0	5,0	0,4
PIB a precios de mercado	4,8	4,7	
PIB sin agricultura, ni binacionales	5,7	5,0	

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

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

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,3	4,8	4,7
Demanda Interna	1,8	6,5	5,0
Formación bruta de capital	-1,0	15,0	4,8
Formación bruta de capital fijo	3,6	4,3	4,8
Consumo total	2,5	4,3	5,1
Consumo privado	2,7	4,8	4,9
Consumo público	1,5	1,6	6,0
Exportaciones de bienes y servicios	8,4	7,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	0,9	13,5	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,1	-0,8	-1,0
FBKF (% del PIB nominal)	18,8	18,1	18,4

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

socios comerciales se revisaron a la baja para 2018 y 2019 (tabla IV.1).

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se prevé una mayor tasa respecto a la prevista en el IPoM de marzo. Al respecto, se espera que este año se ubique en 2,5% y el próximo año en 2,2% anual, denotando un incremento marginal de 0,1 p.p. respecto al informe anterior. Por su parte, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 2% y 2,2% en el mismo periodo. En la Eurozona, la inflación prevista presentó un aumento de 0,2 p.p. por encima de lo estimado en el IPoM anterior, de este modo se ubicaría en 1,7% anual en 2018 y 1,6% en 2019.

En la región, de nuevo, se redujo la expectativa de cierre de la inflación de este año para Brasil. Así, la inflación esperada es de 3,8% anual en el 2018 (4,1% en el IPoM anterior). Para el 2019 se estima un aumento de la inflación con respecto al año 2018 (4,2%). Por otro lado, las estimaciones de inflación para Argentina fueron corregidas de nuevo al alza para el 2018. Estas indican que este año cerraría con una inflación de 28,7% (20% IPoM de marzo), mientras que, para el próximo año, se prevé un menor nivel de inflación en torno a 19,3%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 2,0% en promedio en 2018, levemente superior a lo previsto en el IPoM anterior (1,9%). Para el 2019, el rendimiento estimado es 2,775%. Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, las estimaciones indican que se ubicaría, en promedio, en 2,975% anual en 2018, previéndose un aumento gradual durante el 2019 que lo ubicaría en 3,425% anual, en promedio.

Con respecto al plano local, la proyección de crecimiento para el 2018 se ubica en 4,7%. Esta expansión se explicaría en gran parte por el desempeño de las ramas de comercio y gobierno general dentro del sector terciario, mientras que dentro del sector secundario la principal contribución sería de la industria manufacturera, y en menor medida, de electricidad y agua (tabla IV.2). Por el lado del gasto, el crecimiento estaría explicado básicamente por la demanda

⁶ Incluye: transportes, comunicaciones, intermediación financiera, servicios inmobiliarios, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

	2017	2018(f)	2019(f)	2020(f)
Inflación IPC promedio (*)	4,7	3,9	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	4,5	3,7	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

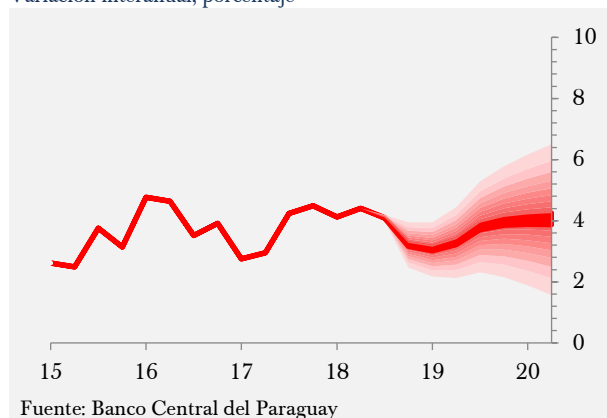
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2020.

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



interna, tanto por el consumo como por la inversión, en tanto que la demanda externa neta tendría una incidencia ligeramente negativa (tabla IV.3).

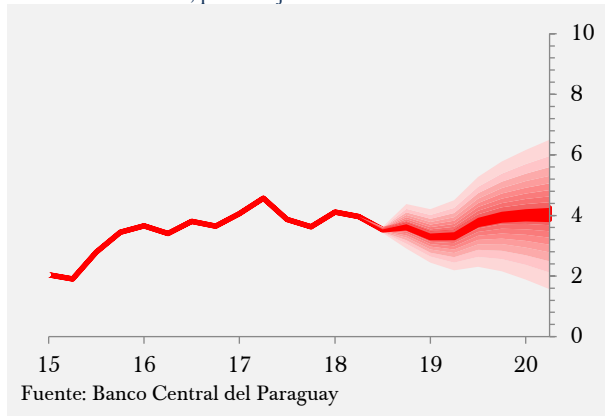
Por su parte, en el escenario base, el pronóstico de la inflación total para el cierre del 2018 se mantiene en 3,7% (tabla IV.4). Los datos de inflación realizados durante el segundo trimestre se mantuvieron en línea con lo proyectado para ese periodo. Asimismo, la brecha del producto y el tipo de cambio se han mantenido dentro de los límites esperados. Por ello, las proyecciones de la inflación subyacente también se sitúan en niveles cercanos a lo reportado en el informe anterior (3,7%). Posteriormente, la inflación total se mantendrá levemente por debajo del 4% durante la primera mitad del 2019, y luego convergerá gradualmente a la meta hacia finales de ese año, manteniéndose en torno a ese nivel en el horizonte relevante de política monetaria (segundo trimestre del 2020) (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

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

En el plano internacional, la economía global ha seguido expandiéndose, aunque de manera menos sincronizada, al tiempo que la incertidumbre se ha acrecentado en meses recientes como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y los socios comerciales. Si bien Estados Unidos ha mantenido una buena dinámica, las otras economías avanzadas (Japón, Eurozona, Reino Unido) han ajustado sus previsiones de crecimiento a la baja, tras los resultados observados en el primer semestre. Entre las economías emergentes, y particularmente en la región, las tasas de expansión también se han revisado a la baja. Por su parte, la Reserva Federal ha seguido con el proceso de normalización monetaria, ajustando nuevamente la tasa de política monetaria en la reunión de junio. En este contexto, el dólar se ha fortalecido en los mercados internacionales, como así también en la región.

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



En la Eurozona, la actividad ha presentado un crecimiento más moderado en los últimos meses y la autoridad monetaria se ha mantenido acomodaticia para asegurar su objetivo inflacionario. La incertidumbre política ha seguido en la región, aunque contenida por el momento. Adicionalmente, un riesgo reciente proviene de la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a ciertos productos importados de la Unión Europea que podría afectar a las relaciones comerciales globales.

En China, se espera una desaceleración en la economía explicada, en parte, por las medidas adoptadas por el gobierno con el fin de reducir los riesgos derivados del sector financiero. Así también, la incertidumbre que ha generado la disputa comercial con los Estados Unidos representa un importante riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento de China. En la medida que la economía de este país se modere más de lo previsto, podría tener implicancias sobre los precios de los commodities, teniendo en cuenta su importante participación en la demanda mundial por estos productos.

En la región, las señales de una recuperación sólida de la economía brasileña se han ido debilitando en los últimos meses, como consecuencia de la incertidumbre derivada del plano político (año electoral) y que restaría sustento para la aprobación de la reforma fiscal. A esto se sumó la protesta de camioneros que llevó a una paralización temporal de la cadena productiva, pero con importantes efectos negativos en su economía. En este contexto, las primas de riesgo se han incrementado y el real brasileño se ha depreciado a una tasa importante. A raíz de estos últimos acontecimientos, el comercio en las zonas fronterizas con Paraguay se ha moderado en el periodo reciente.

En Argentina, las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja luego de mostrar ciertas vulnerabilidades domésticas que han puesto en riesgo la recuperación de su economía. La depreciación del peso argentino en relación al dólar podría mantener la inflación en niveles elevados. Aunque la coyuntura económica argentina es bastante compleja, se espera que las medidas de ajuste que serán implementadas en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) pueda mejorar la situación macroeconómica en el mediano plazo. En cuanto a los efectos sobre Paraguay, los vínculos con Argentina se han reducido en los últimos años. No obstante, se puede resaltar



que la elevada depreciación podría significar en el corto plazo un tipo de cambio real bilateral más apreciado de Paraguay, lo que en última instancia implicaría precios más bajos de los productos importados desde Argentina.

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 monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación al objetivo de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

Recuadro I: Probables efectos de la situación económica de Argentina sobre Paraguay

Introducción

Argentina, además de ser un país vecino, es uno de los principales socios comerciales de Paraguay y, por ende, es relevante el análisis permanente del estado actual de su economía, como así también de sus perspectivas.

El panorama de la economía argentina, que había venido mejorando hasta los primeros meses del año, se deterioró significativamente en el periodo reciente. En este contexto, este recuadro tiene como objetivo examinar brevemente los vínculos que Paraguay tiene con la economía de Argentina y, a partir de allí, identificar algún probable efecto sobre las variables domésticas.

En la primera parte de este apartado, se describe el desempeño económico observado en los últimos meses en Argentina. Luego se presentan datos estadísticos concernientes a los vínculos en términos de crecimiento económico, comercio exterior, inversión extranjera directa (IED) y remesas de familiares. Finalmente, se analiza la evolución del tipo de cambio real bilateral en los últimos meses.

Desempeño económico

Las condiciones económicas en Argentina se habían debilitado notoriamente en el periodo 2012-2016, con un crecimiento promedio casi nulo (-0,1%), muy inferior a las tasas observadas en el periodo 2003-2011 (6,4%). Sin embargo, el año 2017 (con una expansión económica del 2,8%) denotó un cambio favorable en el comportamiento de los distintos indicadores de actividad, generando también perspectivas más alentadoras sobre la recuperación económica en los próximos años.

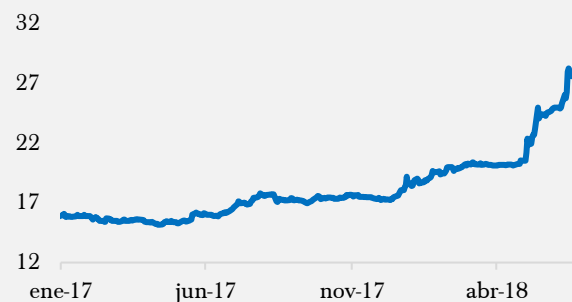
Estos signos de mejora continuaron observándose hasta el primer trimestre de 2018, periodo a partir del cual algunos indicadores sectoriales mostraron una moderación. Dicho comportamiento se explicaría, en parte, por la pérdida de poder adquisitivo del ingreso que había generado la aceleración inflacionaria observada en ese periodo y por los efectos adversos de la sequía en la producción agrícola y en los ingresos por

exportación. En este escenario, las proyecciones de crecimiento del PIB fueron revisadas a la baja, pasando de 2,8% a 1,8% entre marzo y junio 2018 y con un sesgo a la baja. Al respecto, las autoridades del gobierno argentino señalaron en base a los últimos acontecimientos que la actividad económica podría tardar algunos meses más en recuperarse.

A lo anterior se habían sumado las tensiones en los mercados financieros de Argentina en el mes de abril, como consecuencia, entre otros factores, del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, el aumento del precio mundial de la energía y algunos factores domésticos (sequía). Esto se tradujo en presiones en el mercado cambiario que condujeron a una significativa depreciación del peso argentino respecto al dólar (53,7% durante el primer semestre 2018) y al incremento de la prima de riesgo soberano (gráfico I y II).

Gráfico I
Tipo de cambio nominal

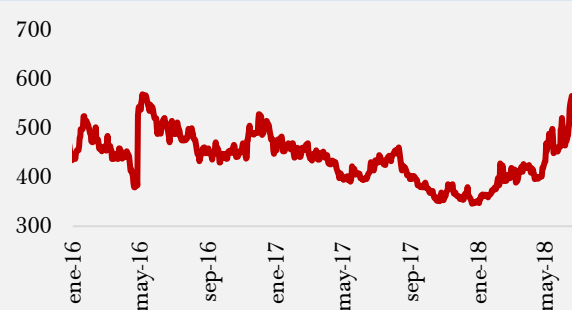
Peso argentino por dólar



Fuente: Bloomberg

Gráfico II
EMBIG Argentina

Puntos base



Fuente: Bloomberg

Para afrontar dicho escenario, el Consejo de Política Monetaria del Banco Central de la República Argentina (BCRA) adoptó una serie de medidas, como: i) el aumento de la tasa de política monetaria en 12,75 puntos porcentuales entre el 27 de abril y el 4 de mayo, ubicándola en 40% anual, ii) la reducción del límite máximo de la posición global neta en moneda extranjera de las entidades financieras y iii) intervenciones en el mercado cambiario, tanto spot como a término⁷.

Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

Con el fin de contener los riesgos financieros durante los próximos años, el gobierno argentino presentó el 7 de junio los lineamientos centrales del programa de política monetaria y fiscal, en el marco de un Acuerdo *Stand-By* con el FMI. Dicho acuerdo habilita una línea de liquidez por 50 mil millones de dólares durante 36 meses.

Los ejes principales del acuerdo son:

1. Reducir el déficit primario a 1,3% del PIB en 2019 y alcanzar el equilibrio fiscal primario en 2020.
2. Fortalecer la autonomía del Banco Central:
 - Dotar al BCRA de la autoridad para establecer las metas de inflación con una anticipación de tres años, en consulta con el Ministerio de Hacienda.
 - Cero transferencias del BCRA al Tesoro
 - Saneamiento de la hoja de balance del BCRA.
 - Proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCRA para reforzar su autonomía.
3. Proteger a los más vulnerables.
4. Apoyar a la equidad de género.

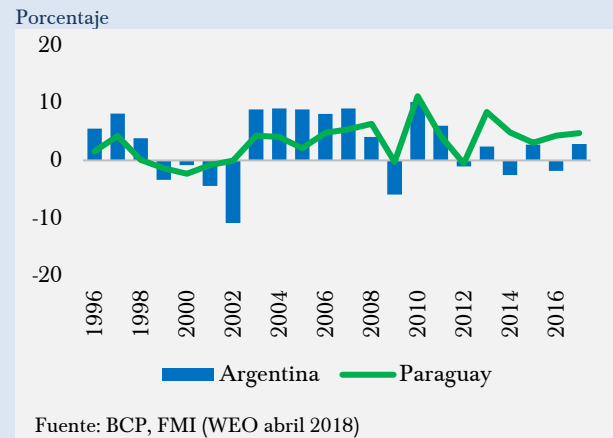
En particular, respecto de la política monetaria, el BCRA señaló que los cambios inesperados recientes que propiciaron la depreciación impiden el cumplimiento de la meta de inflación vigente. Por lo tanto, las metas de inflación para los próximos años fueron redefinidas: 17% en 2019, 13% en 2020, 9% en 2021 y 5% en 2022.

⁷ BCRA. Comunicado de Política monetaria. <http://www.bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/ComunicadoPM180405.asp>

Vínculos de Paraguay con Argentina

En los últimos años, Paraguay ha mantenido un ritmo de crecimiento elevado, a pesar del debilitamiento de las economías vecinas. Específicamente, en cuanto a Argentina, la correlación de su crecimiento con el de Paraguay se ha reducido significativamente. Entre 1996 y 2012, la misma se situaba en 0,73, mientras que entre 2013 y 2017 se redujo a 0,17. Si bien la correlación no implica causalidad, *a priori*, estos datos sugieren en cierta medida que Paraguay ha disminuido su dependencia de la situación económica de Argentina (gráfico III).

Gráfico III
Crecimiento económico



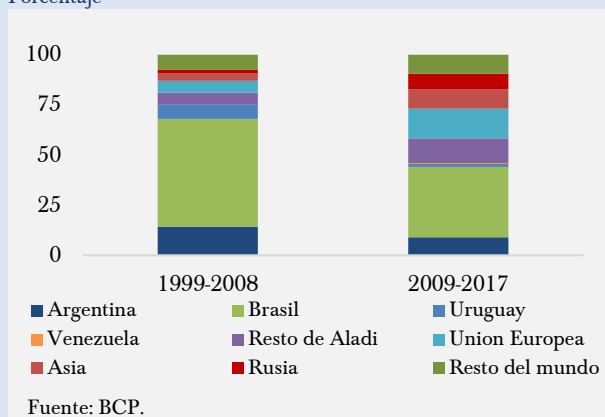
Exportaciones

El canal comercial sigue siendo el principal vínculo que Paraguay tiene con la economía argentina, a pesar de que su participación como destino de las exportaciones se ha ido reduciendo en los últimos años.

Con respecto a las exportaciones registradas, en el periodo 1999-2008, el 53,7% de los envíos tenía como destino Brasil, mientras que Argentina representaba el 14,2%. Sin embargo, en el periodo 2009-2017 se dio una recomposición en los destinos de las exportaciones. Brasil redujo su participación a 35% y Argentina a 8,9%. En contrapartida, Rusia y la Unión Europea incrementaron notoriamente su participación, ubicándose en 7,7% y 14,8%, respectivamente (1,9% y 5,8% en el periodo 1998-2008) (gráfico IV).

En este sentido, la dependencia del mercado argentino para los productos paraguayos actualmente es menor, con relación a la década anterior. Además, un punto a destacar es que gran parte de las exportaciones se refiere a energía eléctrica, cuya demanda no está vinculada estrechamente con el desempeño económico del país vecino, dado que la exportación de este producto está estipulada en el tratado de la represa binacional Yacyretá entre Paraguay y Argentina. Otro producto que ha ganado importancia recientemente en las exportaciones a Argentina es la soja, pero dado que es un *commodity* tiene un mercado mundial amplio donde podría ser colocado.

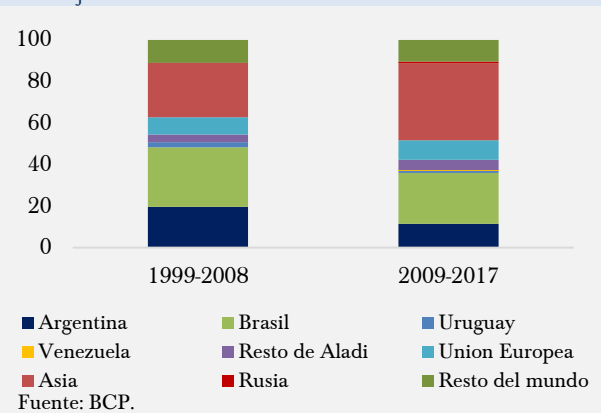
Gráfico IV
Participación de las exportaciones por destino
Porcentaje



Importaciones y tipo de cambio real bilateral

Respecto de las importaciones, Brasil y Argentina siguen siendo los principales orígenes de las mismas, aunque se ha observado una disminución en su participación en los últimos años. Brasil redujo su participación de 28,7% a 24,6% y Argentina de 19,6% y 11,4%, incrementándose notablemente la participación de Asia, que de representar 26,3% en el periodo 1999-2008, aumentó a 37,1% en el periodo 2009-2017 (gráfico V).

Gráfico V
Participación de las importaciones según origen
Porcentaje



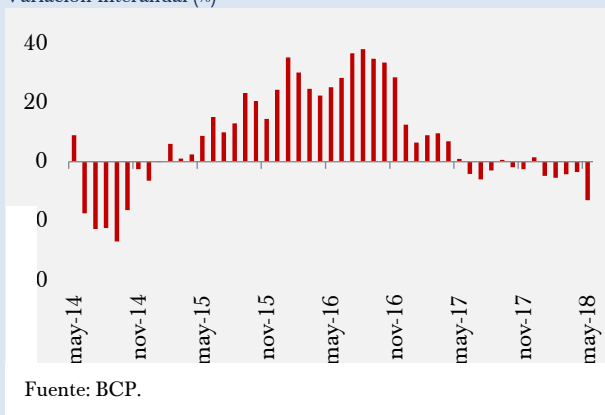
Entre los productos importados de Argentina se destacan combustibles y lubricantes, productos químicos, vehículos de transporte, productos farmacéuticos, entre otros.

En Paraguay, el efecto que podría observarse es sobre los precios de importación. Por un lado, la inflación más elevada en Argentina podría encarecer las importaciones, sin embargo, lo apropiado es analizar el comportamiento del tipo de cambio real bilateral.

Desde finales de 2015 y hasta inicios del segundo trimestre del 2017, el tipo de cambio real bilateral (TCR) se ha ido depreciando, principalmente por el elevado nivel de inflación en Argentina (gráfico VI). Esta situación generó un atractivo para la compra de bienes por parte de argentinos, principalmente en las zonas fronterizas.

Sin embargo, a partir de mayo de 2017, el TCR comenzó a apreciarse moderadamente, pero se intensificó en meses recientes dada la importante depreciación del peso respecto al dólar. En este nuevo escenario, los precios de las importaciones desde Argentina serían más favorables respecto a los niveles observados en los meses anteriores.

Gráfico VI
Tipo de cambio real bilateral respecto al peso argentino
Variación interanual (%)



Inversión extranjera directa

Con relación a la inversión extranjera directa (IED), la participación de Argentina en los saldos de IED ha disminuido de 8% en el año 2003 a 3,6% en el 2016, pasando de ser el tercer país con mayor IED en Paraguay a ser el décimo. En la actualidad, el stock de IED proviene principalmente de Estados Unidos (20,2% del total), Brasil (14,8%) y España (9,2%). Cabe destacar que, en el mismo periodo de referencia, inversionistas de otros países adoptaron a Paraguay como nuevo destino de inversión, lo que también muestra la menor dependencia de la situación de Argentina en términos de IED.

Remesas de familiares

Otro vínculo entre Paraguay y Argentina se refiere a las remesas de los familiares. En el año 2017, las remesas provenientes de dicho país se situaron en USD 133 millones de dólares, representando aproximadamente el 23% del total recibido. En el caso de que persista el deterioro de la situación económica argentina, y esta se llegara a traducir en un menor empleo (o mayor

desempleo) y en un menor salario real de los paraguayos en la Argentina, sumado a un peso más depreciado, esto podría influir en alguna medida en las remesas recibidas. Sin embargo, a nivel agregado, el efecto sobre la economía sería bastante acotado, teniendo en cuenta que las remesas provenientes de argentina representan una proporción mínima del PIB (0,3% en el 2017).

Consideraciones finales

En general, el análisis de este apartado revela que la economía paraguaya es actualmente menos dependiente de la situación económica del vecino país. De hecho, entre el 2012-2016 la variación promedio del PIB de Argentina fue -0,1%, mientras que el crecimiento de Paraguay fue 4% en el mismo periodo. Esta menor dependencia es coherente con la diversificación de los destinos de exportación observada en los últimos años. Asimismo, se ha verificado una mayor diversificación en términos de IED, en la que la participación de Argentina también se ha reducido.

Por su parte, las remesas desde Argentina, si bien tienen una participación importante en el total (23% en el 2017), respecto al PIB representan una proporción baja (0,3%), y, por lo tanto, los efectos sobre la economía agregada serían mínimos.

En cuanto a las importaciones, la reciente apreciación del tipo de cambio real bilateral implica precios más favorables de los productos argentinos, en relación a los niveles observados en meses anteriores.

Finalmente, es importante remarcar que, si bien la coyuntura económica argentina es compleja, los planes de ajuste establecidos en el Acuerdo *Stand-By* con el FMI podrían mejorar significativamente las perspectivas económicas de mediano y largo plazo del vecino país.

Recuadro II: Cambio de año base del Sistema de Cuentas Nacionales del Paraguay

Introducción

Las cuentas nacionales describen cuantitativamente las características de una economía y, por lo tanto, esta información debe corresponderse con la situación actual.

Con el transcurrir de los años, los parámetros de una economía pueden cambiar debido a que la conducta de los agentes y sus preferencias en el tiempo también cambian, produciéndose modificaciones en los patrones de consumo de una sociedad. También puede producirse cambios en la distribución espacial de la población debido a la migración interna o la aparición de incentivos económicos que influyen en las decisiones en cuanto a la actividad económica que desarrollan las personas para generar sus ingresos, dando lugar a procesos económicos que terminan transformando la estructura de la fuerza laboral.

Igualmente, la conducta económica de las empresas no es la misma a lo largo del tiempo. Sus decisiones en cuanto al lugar de residencia o en cuanto a qué producir, implican cambios en la distribución espacial de las empresas, en la estructura productiva del país y también en su distribución por actividad económica.

Debido a esto, las cuentas nacionales deben actualizarse periódicamente. Es decir, el periodo de referencia (año base) sobre el cual se lleva a cabo la medición de los principales agregados económicos deber guardar relación con los parámetros actuales de la economía. No obstante, es necesario mencionar que estos cambios en la conducta de los agentes económicos son lentos, por lo que los cambios de año base pueden realizarse en periodos que van de cinco a diez años.

En el mes de mayo de 2018, el Banco Central del Paraguay presentó los resultados del cambio de año base de las cuentas nacionales (2014), cuyos datos comienzan a ser utilizados a partir del presente Informe de Política Monetaria (IPoM). En ese contexto, el objetivo de este apartado es describir brevemente los cambios respecto al anterior año base, principalmente en lo que se refiere a la nueva estructura productiva y, por ende, la participación de los distintos sectores económicos en el Producto Interno Bruto (PIB). Además, se presentan las

implicancias sobre los diferentes ratios macroeconómicos expresados en términos del PIB.

Objetivos del cambio de año base (2014)

El proceso de implementación de la nueva versión del Sistema de Cuentas Nacionales del Paraguay (SCNP) se orientó al cumplimiento de dos grandes objetivos:

i) la *actualización* del periodo base mediante la construcción de las Cuentas de Oferta y Utilización (COU), donde estas cuentas permiten acceder a los agregados económicos a precios corrientes y a precios constantes; y

ii) la *ampliación* del SCNP a través de la elaboración de las Cuentas Económicas Integradas (CEI), cuya importancia se centra en destacar las características de la economía relacionadas con el proceso de generación, distribución, redistribución y utilización del ingreso desde la perspectiva de los sectores institucionales.

La información básica utilizada se ha derivado fundamentalmente de registros administrativos tanto del sector público como del sector privado, complementado con información de naturaleza estructural derivada de los censos nacionales realizados en los últimos años en el país. Por su parte, los procedimientos metodológicos utilizados se ciñeron a los estándares internacionalmente aceptados y que están establecidos en el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) 2008 de las Naciones Unidas.

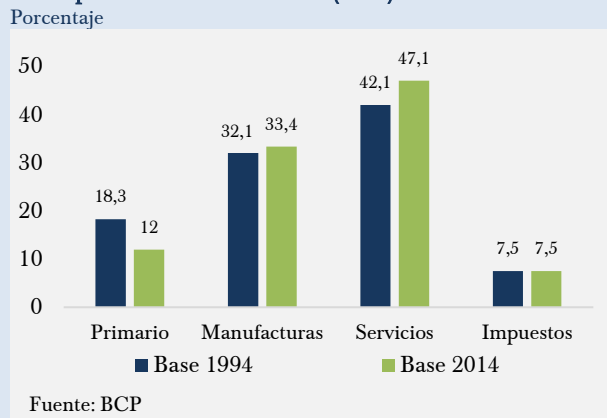
Las COU se han construido para una serie de años comprendidos desde el 2008 hasta 2014, tanto a precios corrientes como a precios constantes centrandolo el periodo de referencia en el año 2014, por su mayor correspondencia con las circunstancias actuales de la economía.

Las CEI abarcan a las cuentas de producción y las cuentas de generación del ingreso de los distintos sectores institucionales, clasificados como Sociedades No Financieras, Sociedades Financieras, Gobierno y Hogares, incluyendo en este último a las Instituciones sin Fines de Lucro que sirven a los Hogares. Su elaboración se ha realizado también para una serie de años comprendidos desde el 2008 hasta 2014.

Principales resultados

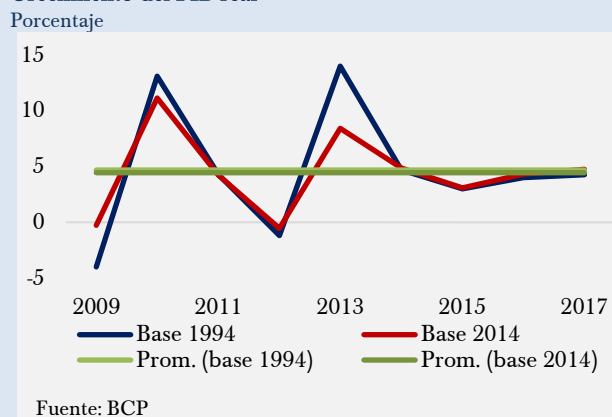
Diversificación sectorial. Con la actualización del año base se encontró un aumento en la participación del sector servicios (de 42% a 47%) y de las manufacturas (de 32% a 33%), en contraposición al sector primario que redujo su participación (de 18% a 12%). Estos nuevos datos reflejan una mejora de la diversificación sectorial de la economía (gráfico I).

Gráfico I
Participación en el PIB nominal (2014)



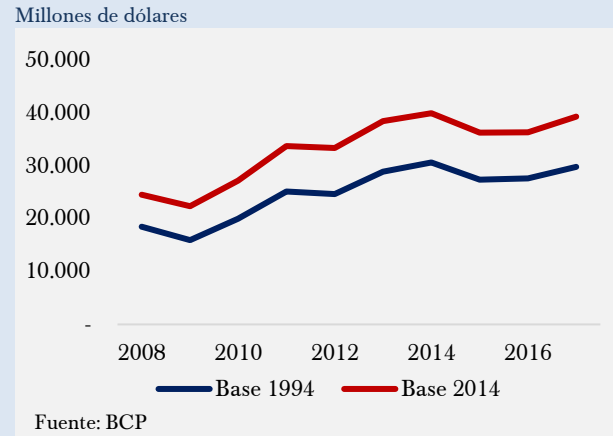
Menor volatilidad del crecimiento del PIB real. Teniendo en cuenta que el sector primario redujo su participación, una consecuencia inmediata fue la disminución de la volatilidad del crecimiento del PIB, si bien, en promedio, el crecimiento anual es similar entre ambas bases (gráfico II). Por ejemplo, en el 2009, la variación de -4% en la base anterior cambia a -0,3% en la nueva base. Al mismo tiempo las variaciones positivas importantes se moderan. En el 2013, el crecimiento de 14% se reduce a 8,4%.

Gráfico II
Crecimiento del PIB real



Incremento del PIB nominal. Con la nueva base, en el año 2017 el PIB nominal se situó en 39.338 millones de dólares, mientras que en la base anterior (1994) era 29.810 millones de dólares, lo que representa una diferencia de 32% (gráfico III). En consecuencia, el PIB per cápita en valores corrientes también es más alto, pasando de 4.287 dólares a 5.657 dólares en el 2017.

Gráfico III
PIB nominal



Dado el aumento en el nivel del PIB nominal, los principales ratios del país actualmente son más bajos. Por ejemplo, en el 2017, el déficit fiscal como porcentaje del PIB se reduce en 0,3 p.p., la deuda pública en 5,8 p.p., los ingresos tributarios en 3,2 p.p. y las Reservas Internacionales Netas (RIN) en 6,6 p.p. (tabla I).

Tabla I
Principales ratios

Porcentaje del PIB

Variables (%PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Déficit fiscal (base 1994)	-1,7	-1,7	-1,1	-1,8	-1,4	-1,4
Déficit fiscal (base 2014)	-1,2	-1,3	-0,9	-1,3	-1,1	-1,1
Deuda Pública (base 1994)	14,5	14,4	17,6	20,0	22,8	24,0
Deuda Pública (base 2014)	10,7	10,8	13,5	15,1	17,3	18,2
Ing. Tributarios (base 1994)	12,7	11,8	12,7	12,7	12,5	13,1
Ing. Tributarios (base 2014)	9,4	8,9	9,7	9,6	9,5	9,9
RIN (base 1994)	20,2	20,3	22,5	22,6	25,8	27,3
RIN (base 2014)	14,9	15,2	17,2	17,1	19,7	20,7

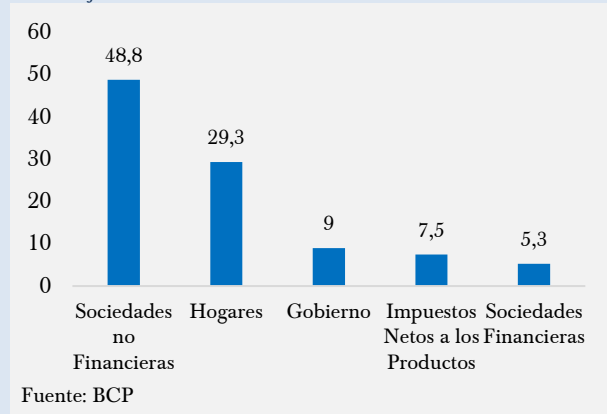
Fuente: BCP y MH

Ampliación de las Cuentas Nacionales

Sectores Institucionales. Como se había señalado, en este cambio de año base se elaboraron por primera vez las

Cuentas Económicas Integradas (CEI). Según las mismas, se encontró que cerca de la mitad del PIB es producida por las sociedades no financieras (48,8%). En segundo lugar, se encuentran los hogares⁸ con una participación en torno al 29%. Finalmente, el gobierno y las sociedades financieras tienen una participación menor, 9% y 5,3%, respectivamente.

Gráfico IV
Sectores institucionales (2014)
Porcentaje del PIB



Referencias

Banco Central del Paraguay (2018). Cuentas Nacionales Anuales del Paraguay. Nuevo Periodo Base: Año 2014. Vínculo: <https://www.bcp.gov.py/cuentas-nacionales-anuales-nuevo-ano-base-2014-i631>

Banco Central del Paraguay (2018). Cuentas Nacionales Trimestrales (CNT). Nota Metodológica. Vínculo: <https://www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-i131>

Banco Central del Paraguay (2018). Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP). Nota Metodológica. Vínculo: <https://www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-i131>

⁸ Según el SCN 2008, una empresa no constituida en sociedad propiedad de un hogar se trata como parte integrante de este y no como una unidad institucional diferente, excepto cuando sus cuentas son lo suficientemente detalladas como para que su actividad se pueda tratar como una cuasisociedad.

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 2018



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay