



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO
2019



BCH © Derechos Reservados 2019

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	16
II. Mercados Financieros	23
III. Escenario Doméstico	27
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	35
Recuadro I	40
Medidas de reactivación económica	
Recuadro II	44
Metodología de cálculo de la inflación núcleo en Paraguay	
Glosario	48

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 28 de junio. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

El Banco Central del Paraguay (BCP) conduce su política monetaria bajo un Esquema de Metas de Inflación 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 actividad económica mundial ha mostrado signos de moderación, principalmente a consecuencia de una menor dinámica del comercio internacional, una débil producción industrial y un reducido nivel de inversión durante el primer semestre del año. La incertidumbre a nivel internacional ha sido una constante, afectando la confianza de consumidores e inversores a nivel global. No obstante, se ha logrado algún avance en las conversaciones para poner fin al conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Durante el segundo trimestre de este año se han mitigado los factores de riesgos relacionados al endurecimiento de las condiciones financieras, dadas las perspectivas de la implementación de una política monetaria más laxa, especialmente de la Reserva Federal (Fed). Por otro lado, en la región, el escenario económico permanece complejo. Argentina continúa mostrando un deterioro en su actividad manufacturera y altos niveles de inflación, mientras que en Brasil se ha verificado un debilitamiento de la actividad económica durante el segundo trimestre del año 2019.

En Estados Unidos, los indicadores de actividad económica registraron un buen desempeño en el primer trimestre del año, en tanto que, en el periodo reciente se ha observado cierta desaceleración. El PIB se expandió por encima de lo esperado en el primer trimestre, impulsado principalmente, por la contribución de la inversión fija no residencial, la inversión en inventarios, las exportaciones y el consumo privado. Durante el segundo trimestre, los indicadores adelantados de actividad como el PMI manufacturero y la creación de empleos se han desacelerado, aunque la tasa de desempleo siguió ubicándose en niveles históricamente bajos. En ese escenario, la perspectiva de crecimiento para este año se ha incrementado marginalmente con respecto al informe anterior. En cuanto a los precios, las distintas medidas de inflación han disminuido desde el último IPoM. Por su parte, en las reuniones realizadas durante el segundo trimestre, la Reserva Federal ha mantenido sin variación el rango de la tasa de interés de política monetaria. No obstante, la autoridad monetaria ha planteado la posibilidad de una reducción de las tasas referenciales durante el segundo semestre de este año.

En la Eurozona, los indicadores de actividad económica continúan creciendo a tasas moderadas. El crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre se situó en un nivel similar al último trimestre del año anterior. Por otra parte, el PMI manufacturero, si bien se encuentra todavía en zona de contracción, se ha mantenido relativamente estable en el segundo trimestre, luego de la trayectoria decreciente que mostró durante el año 2018. El mercado laboral ha seguido robusto, con una tasa de desempleo históricamente baja. En ese contexto, las perspectivas de crecimiento para este año se han mantenido con respecto a las presentadas en el informe anterior. En cuanto a los precios, al cierre de junio la tasa de inflación se ha reducido levemente desde el informe previo, aún por debajo de la inflación objetivo (2%). En relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido las tasas de referencia durante el segundo trimestre de este año, sin embargo, se espera que adopte, al igual que la Fed, una posición más acomodaticia durante la segunda mitad del año.

En China, los indicadores de la actividad y el sector manufacturero denotan un dinamismo menor respecto al observado en los últimos años. En el primer trimestre del año, el crecimiento del PIB, en términos interanuales, se ubicó por debajo de la tasa registrada en el primer trimestre del 2018. Para el segundo trimestre se prevé que el ritmo de actividad económica se modere ligeramente, pese a las diversas medidas de estímulo que ha lanzado el gobierno. En el sector manufacturero, el PMI ha presentado un desempeño más débil en lo que va del año. No obstante, los pronósticos de crecimiento para el año 2019 han permanecido sin cambios (6,2%) respecto al IPoM anterior, aunque continúa la incertidumbre respecto al desenlace del conflicto comercial con Estados Unidos.

En las mayores economías de la región, el escenario económico sigue siendo complejo. En Brasil, el PIB del primer trimestre se contrajo interanualmente, lo que se atribuye, en parte, al debilitamiento de la producción industrial y a la menor dinámica del comercio exterior. En cuanto a los indicadores de corto plazo, el PMI manufacturero, si bien continúa en zona de expansión, se ha reducido respecto al dato presentado en el IPoM de marzo. A su vez, en el mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene en un nivel elevado. En este contexto, las proyecciones de crecimiento de la economía brasileña

para 2019 se han revisado nuevamente a la baja. En cuanto a los precios, al cierre de junio, la inflación total ha disminuido a consecuencia de la reducción de los precios de la energía. Por su parte, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil ha mantenido nuevamente la tasa SELIC en 6,5% anual, nivel que se observa desde abril de 2018.

En Argentina, las condiciones económicas y financieras siguen siendo débiles, al tiempo que persiste la incertidumbre en el ámbito político. En el primer trimestre, el PIB registró una variación interanual de -5,8%, explicada principalmente por el consumo privado y la formación bruta de capital. Asimismo, los indicadores adelantados de actividad económica y del sector manufacturero correspondientes al segundo trimestre continúan mostrando una caída en términos interanuales, aunque menor con relación a las tasas observadas en el primer trimestre. Con tales resultados, las previsiones de crecimiento para este año han sido revisadas de nuevo a la baja. En lo referente a la política monetaria, el banco central de ese país ha mantenido su plan de control de la inflación basado en un esquema de agregados monetarios. No obstante, han persistido las elevadas tasas de inflación durante el segundo trimestre. A su vez, desde el mes de abril, el banco central ha cambiado su esquema de intervención en el mercado cambiario.

En cuanto al escenario doméstico, la actividad ha seguido mostrando una menor dinámica en los primeros meses de 2019, explicada, en parte, por las condiciones climáticas adversas que afectaron a algunos sectores, sumadas al impacto que ha tenido el deterioro de las condiciones económicas de los países vecinos sobre el comercio fronterizo y las ramas relacionadas al turismo. Además, es importante señalar la alta base de comparación que tuvo el primer trimestre, que se mantendrá hasta fines del segundo. En el primer trimestre, el PIB registró una tasa de variación interanual de -2,0% (5,3% en el primer trimestre del 2018). Por el lado de la oferta, este resultado fue explicado por las caídas observadas en la producción agrícola, energía eléctrica, las construcciones y en la industria manufacturera, mientras que el sector servicios verificó una variación positiva. De esta manera, el PIB que excluye la producción agrícola y de energía eléctrica experimentó un leve crecimiento de 0,8%. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia negativa fueron las exportaciones netas y la formación bruta de capital fijo, mientras que el consumo de gobierno registró una contribución positiva.

En cuanto al comportamiento de los precios, desde el último IPoM, la inflación total y las distintas medidas de tendencia se han incrementado ligeramente respecto a las cifras observadas en los primeros meses del año, aunque se han mantenido en niveles inferiores a la meta de mediano plazo. El promedio de la inflación total, entre abril y junio, se situó en 3,2%, por encima del 2,6% observado en el primer trimestre de 2019. Asimismo, en este periodo, 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 3,1% y 2,8%, superiores a las verificadas entre enero y marzo, que fueron de 2,9% y 2,6%, respectivamente. La inflación núcleo, por su parte, registró una tasa interanual promedio de 3% (2,7% durante el primer trimestre del 2019).

Con respecto a la política monetaria, en las reuniones de abril, mayo y junio, el CEOMA decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 4,75% anual, mientras que en la última reunión de julio el Comité redujo la TPM en 25 puntos básicos, ubicándose actualmente en 4,50% anual. Con relación a esta decisión, el Comité resaltó que, por un lado, la actividad económica doméstica continuaba débil, debido al menor desempeño en los sectores primario y secundario que se vieron afectados por las condiciones climáticas adversas, si bien, esto fue compensado, en parte, por el crecimiento positivo del sector terciario. Además, en la última reunión, se señaló que los indicadores de demanda, daban cuenta de una moderación en el dinamismo del consumo privado y de la inversión. Por el lado de los precios, se había observado que las distintas medidas de inflación se han mantenido en niveles por debajo de la meta por varios meses y, en el periodo reciente, las presiones inflacionarias derivadas del entorno externo se han atenuado por el sesgo más acomodaticio de los bancos centrales, especialmente de la Fed. Bajo este escenario, podría verse afectada la convergencia de la inflación proyectada a la meta en el horizonte de política, por lo que el Comité consideró que una flexibilización de la política monetaria podría dotar a la economía de un impulso adicional, compatible con la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el mediano plazo.

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB se ajustó de 3,2% a 1,5%, considerando la dinámica reciente y las perspectivas para los distintos sectores de la economía. Por el lado de la oferta, la corrección se explica en gran parte por el sector secundario (manufactura y generación de electricidad) y, en menor medida por el sector primario (agricultura y ganadería) y el terciario (comercio). En cuanto al sector de las construcciones, si bien el desempeño ha sido débil en los primeros meses del año, se prevé un mayor dinamismo en el segundo semestre, a medida que el plan de reactivación económica anunciado por el gobierno se implemente conforme al cronograma establecido. Desde la perspectiva del gasto, el ajuste se debió fundamentalmente a la reducción del crecimiento de la demanda interna, específicamente del consumo privado y la inversión, mientras que, la expansión del consumo público fue revisada al alza. Por otro lado, la demanda externa neta también fue corregida a la baja, debido al recorte mayor de la tasa de variación de las exportaciones con relación a la de las importaciones.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

En cuanto a la inflación total, el pronóstico para el cierre de 2019 se ha revisado a la baja de 3,9% a 3,7%. Por su parte, la proyección de inflación subyacente se redujo de 3,7% a 3,6%. Por un lado, estos ajustes se explican por una brecha (negativa) del producto doméstico, que actualmente es más pronunciada respecto a la prevista en el informe anterior. Por otro lado, las presiones sobre el tipo de cambio se han moderado en las últimas semanas y se espera que este escenario persista en los próximos meses teniendo en cuenta el sesgo más acomodaticio de la política monetaria de la Reserva Federal. En este contexto, los supuestos con relación a la depreciación esperada se han relajado, lo cual también explica el recorte de los pronósticos. Adicionalmente, los datos observados de inflación del segundo trimestre, si bien se han incrementado respecto al trimestre anterior, se han situado levemente por debajo de lo estimado en el IPoM de marzo. Conforme a la trayectoria más probable de las variables macroeconómicas externas e internas, la inflación convergerá gradualmente a la meta en el 2020 y se mantendrá en torno a la misma en el horizonte de política monetaria.

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

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	3,1	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,7	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	3,0	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,6	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2021.

Respecto al escenario de riesgo, en el plano internacional persiste el sesgo a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía global, particularmente derivado de la incertidumbre con respecto al desenlace del impase comercial entre Estados Unidos y China. La tregua acordada a fines del mes de junio, si bien fue una buena noticia, los mercados son conscientes que el proceso de negociación todavía se encuentra en una fase complicada. Si bien en Estados Unidos, los registros actuales del sector real lucen aún robustos, la inflación se ha reducido y la expectativa de desaceleración del crecimiento para los próximos años no deja de ser relevante. Asimismo, en la Eurozona los datos de inflación no han repuntado, en medio de la desaceleración de la actividad económica. En este contexto de ralentización de la actividad económica global, los principales bancos centrales han dado un giro hacia una orientación más acomodaticia de su política monetaria. En cuanto a la Fed, hay una expectativa casi generalizada con relación a un recorte de las tasas de interés referenciales en la reunión de julio. En la misma línea, los representantes del BCE se han mostrado más proclives a proporcionar un estímulo monetario mayor a la Eurozona. Otra fuente de riesgo importante que se mantiene latente hace referencia al proceso de salida de Gran Bretaña de la Unión Europea (*Brexit*).

Por un lado, el panorama más complejo para la economía mundial implicaría un menor impulso de la demanda externa para los países exportadores, pudiendo afectar a la economía doméstica de manera directa o indirectamente (por el debilitamiento de los socios comerciales). Por otro lado, el sesgo más expansivo de la política monetaria de los principales bancos centrales representa para las economías emergentes unas condiciones financieras internacionales más laxas (respecto a las esperadas anteriormente) y menores presiones a la baja para sus monedas. Este escenario, potencialmente podría ofrecer a estas economías (en particular a Paraguay) un mayor margen para implementar acciones de política económica que estimulen a la demanda interna.

Entre las economías emergentes, aunque se prevé que la economía china siga creciendo, se mantiene la incertidumbre en relación a las perspectivas de crecimiento. Si bien los riesgos a corto plazo se han moderado con la tregua acordada recientemente, en caso de que la disputa comercial se intensifique, una desaceleración más pronunciada que la prevista, podría afectar la evolución futura de los precios de las materias primas relevantes para Paraguay.

En Brasil, la recuperación de la actividad económica se ha frenado en meses recientes, en medio de la desaceleración global y la incertidumbre respecto a las reformas necesarias para reencausar el deteriorado panorama fiscal. Sin embargo, un avance importante fue la reciente aprobación de la reforma previsional (aunque con modificaciones al proyecto del oficialismo) por parte de la Cámara de Diputados. Este nuevo contexto luce más promisorio para las perspectivas de crecimiento de la economía brasileña, como así también para mantener o fortalecer el valor de su moneda (respecto al dólar). En el caso de Paraguay, estos desarrollos podrían favorecer a la actividad económica local, particularmente al desempeño del comercio en las zonas fronterizas.

En Argentina, la actividad económica y el mercado laboral continúan en una situación frágil. Asimismo, el panorama permanece complejo por la inestabilidad política y los riesgos que de ella se derivan con relación a la continuidad del proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos. No obstante, un aspecto positivo respecto a lo señalado en el IPoM anterior es la estabilización del mercado cambiario, registrándose incluso una apreciación del peso desde mediados del mes de junio. Esta apreciación del peso y la inflación elevada en Argentina pueden contribuir a minimizar los diferenciales de precios entre las ciudades fronterizas, lo cual podría beneficiar al comercio en las zonas limítrofes con Paraguay. Luego de los comicios electorales, se tendrá un escenario más claro para las perspectivas macroeconómicas del país vecino, que en alguna medida serán relevantes para los pronósticos de crecimiento de la economía local.

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

Decisiones de Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de marzo 2019

En el escenario internacional, la actividad económica mundial seguía mostrando signos de moderación con relación a las expectativas previas, tanto en los países avanzados más importantes como en las economías emergentes. Los riesgos que se habían generado a finales del 2018 como consecuencia de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y el endurecimiento de las condiciones financieras parecían haberse mitigado, en parte, por un avance satisfactorio en las negociaciones entre aquellos países y por una posición más conservadora de la Reserva Federal respecto a anuncios anteriores. Mientras tanto, en la región, el escenario económico y las perspectivas se mantenían complejos, en especial en Argentina, en tanto que, en Brasil, la recuperación se había vuelto más lenta de la prevista.

En Estados Unidos, si bien la actividad económica seguía con buena dinámica, se había desacelerado con respecto a lo observado en los trimestres anteriores. El crecimiento del PIB del cuarto trimestre del 2018 fue menor al trimestre anterior, principalmente por los efectos del conflicto comercial con China y el menor estímulo fiscal, por el lado de la demanda, mientras que, por el lado oferta, un panorama menos favorable para la agricultura había incidido en la menor expansión del producto. Bajo este escenario, las perspectivas de crecimiento para el año se habían reducido con relación a lo señalado en el informe previo. Las medidas de inflación, por su parte, se habían situado en niveles menores a los previstos, aunque cercanos a la meta de 2%. Con relación a la política monetaria, la Reserva Federal había decidido mantener el rango de tasas de interés, habiendo anunciado que adoptaría una posición más paciente sobre futuros ajustes.

En la Eurozona, el ritmo de crecimiento de la actividad económica seguía lento. La expansión del producto en el cuarto trimestre del año 2018 había sido menor a la del tercero, lo que implicaba la continuidad de una trayectoria decreciente registrada desde principio de ese año. Además, los indicadores adelantados del 2019, daban cuenta de que persistiría la moderación de la

economía en los primeros meses del año, mientras que la tasa de desempleo había disminuido nuevamente llegando a niveles históricamente bajos. Con relación a los precios, la inflación se había reducido respecto del trimestre anterior, ubicándose en niveles por debajo del objetivo del 2%. Con respecto a la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE había mantenido los tipos de interés de referencia durante el primer trimestre de este año.

Los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero en China continuaban mostrando un menor dinamismo. En el cuarto trimestre de 2018, el crecimiento del PIB había sido menor que en los trimestres previos, principalmente por la caída de la inversión, al tiempo que el sector manufacturero seguía con un débil desempeño. Bajo este escenario, el gobierno chino había implementado medidas fiscales y monetarias para mitigar la ralentización del crecimiento económico. Las perspectivas de crecimiento para el presente año se habían mantenido en un nivel similar a lo señalado en el informe anterior.

En el ámbito regional, el contexto macroeconómico de Argentina seguía complejo, con inflación creciente y elevado déficit fiscal. En el 2018, el PIB registró una contracción mayor a la del año previo. Además, los indicadores de corto plazo de principios del 2019 siguieron mostrando considerables caídas en términos interanuales. Bajo este escenario, los pronósticos de crecimiento para este año, nuevamente, se habían corregido a la baja. Con respecto a la política monetaria, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) había implementado el esquema de agregados monetarios desde octubre de 2018.

En Brasil, el crecimiento de la economía en el 2018 había resultado menor que las estimaciones previas. Los indicadores de corto plazo en el primer trimestre daban cuenta de una expansión moderada de la actividad económica, por lo que la frágil recuperación económica había llevado a que las proyecciones de crecimiento para este año sean revisadas a la baja. Con relación a los precios, la inflación medida en términos interanuales se había incrementado con respecto a los registros de cierre

del año previo, situándose en valores cercanos al objetivo de mediano plazo. Bajo este escenario, el Comité de Política Monetaria había decidido mantener la tasa de política monetaria en 6,5% anual.

En el plano doméstico, el producto mantenía el moderado ritmo de expansión verificado en los últimos meses del 2018, que se debía en parte por choques externos adversos y algunos factores internos de oferta. Con ello, el producto del cuarto trimestre de ese año había registrado un menor crecimiento que el trimestre previo. El comportamiento del último trimestre del año se explicaba especialmente por el sector servicios y, en menor medida por electricidad y agua y agricultura, mientras que en los sectores de manufactura, construcción y ganadería se observaron disminuciones en dicho periodo. Por el lado del gasto, el principal componente que incidió de manera positiva en el crecimiento había sido el consumo total (privado y público), ya que la formación bruta de capital había señalado una contracción. Para el primer trimestre de 2019, los indicadores de corto plazo denotaban que la actividad económica se mantendría moderada. Respecto a los precios, tanto la inflación total y las medidas de tendencia en el periodo enero-marzo de 2019, en términos interanuales, verificaron tasas inferiores a las registradas al cierre del último trimestre del año anterior. Este resultado se explicó en gran parte por el menor aumento de precios en transporte, alimentos, alojamiento, mantenimiento y reparación de vivienda.

En las reuniones de política monetaria del primer trimestre, el CEOMA había puntualizado que, en el escenario internacional, el impulso externo había sido menor a lo previsto. Además, se había resaltado que la Reserva Federal había adoptado una posición más conservadora respecto al período de ajuste de tasas de interés inicialmente señalado. En lo que respecta a la región, el Comité había señalado que se mantenía el complejo escenario macroeconómico, principalmente en Argentina, y que, en Brasil, la recuperación económica se había vuelto más lenta. En el plano doméstico, los indicadores de corto plazo seguían mostrando una moderación de la actividad económica y la demanda, mientras que, las medidas subyacentes de la inflación verificaban una trayectoria decreciente desde hacía varios meses en niveles por debajo de la meta. En este contexto,

el CEOMA consideró que lo más oportuno en ese momento era adoptar un perfil de política monetaria más acomodaticio, por lo que en las reuniones de febrero y marzo se redujo la TPM en 25 puntos básicos en cada reunión, de 5,25% a 4,75% anual. Esta flexibilización de la política monetaria era compatible con una convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de política.

El escenario base del informe anterior señalaba una revisión a la baja de la estimación de crecimiento del producto para el 2019 de 4% a 3,2%. Los principales cambios, por el lado de la producción, que explicaban esta reducción estaban dados por los ajustes en agricultura y en la producción de electricidad, sectores que fueron afectados por factores climáticos, como la sequía. Igualmente, los sectores de manufacturas, comercio y otros servicios también sufrieron recortes, pero de menor magnitud. Sin embargo, las proyecciones de ganadería, construcción y gobierno general se habían revisado al alza. Por el lado del gasto, se había recortado el pronóstico de la demanda interna, en especial, en los componentes del consumo privado e inversión, mientras que, se preveía un mayor dinamismo del consumo público. Para la demanda externa neta, se estimó una incidencia negativa mayor a la prevista anteriormente, que se daba por una mayor disminución en la estimación de las exportaciones con respecto al de las importaciones.

El escenario de riesgo del contexto internacional señalaba la continuidad de menores expectativas de crecimiento global, considerando que los indicadores de corto plazo de las principales economías avanzadas y emergentes habían resultado menores a las previsiones del mercado. En Estados Unidos, las preocupaciones sobre la inflación parecían haberse disipado, aunque el ritmo de expansión de la actividad económica era menor a lo esperado. Con ese escenario, la Reserva Federal había dado señales más claras de que mantendría una postura de política monetaria más conservadora hacia adelante. En la Eurozona, las expectativas de crecimiento seguían débiles, agravado por la dilatación en las negociaciones del *Brexit*. Por su parte, el BCE también había sentado una posición más laxa con respecto a la evolución futura de las condiciones monetarias, postergando el primer aumento de tasas de interés para finales de este año o incluso para marzo del 2020. Con estas salvedades, se

resaltaba que, por una parte, los pronósticos del crecimiento mundial revisados a la baja implicarían un menor impulso externo para los países emergentes. Por otra parte, las posiciones más conservadoras de los principales bancos centrales del mundo inducirían a condiciones financieras internacionales más favorables.

Los riesgos derivados de la economía China guardaban relación con la pérdida del dinamismo más allá de lo esperado, lo cual había conducido a las autoridades a adoptar mayores medidas de estímulo fiscal y monetario. No obstante, las debilidades derivadas del endeudamiento corporativo y del “*shadow banking*” y la elevada deuda pública se constituían en obstáculos para implementar medidas de estímulos más agresivos en el corto plazo. Con relación al conflicto comercial con Estados Unidos, si bien se había logrado algunos avances en las negociaciones, el comercio internacional permanecía débil por esta disputa. Un escenario de aún una menor expansión de la economía global y, en especial, de China, podrían ejercer presiones a la baja en los precios de los *commodities*.

En el contexto regional, el panorama económico en Argentina continuaba incierto, con debilitados indicadores de actividad económica y de confianza, además de una inflación creciente y la continuidad de la depreciación del peso argentino frente al dólar. No obstante, se esperaba una mejora de la economía en el segundo semestre, en parte, por la recuperación del sector agrícola. Un factor de incertidumbre que afectaba las perspectivas de recuperación se derivaba del ámbito político, ya que el proceso de corrección de los desbalances macroeconómicos había generado costos sociales que forjaron dudas sobre la continuidad de los programas de ajustes en el marco del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, en el caso de que los resultados electorales no favorezcan al candidato del oficialismo. La situación económica en Argentina había tenido su efecto en Paraguay afectando principalmente al comercio fronterizo, ya que se había reducido considerablemente el flujo de turistas.

En Brasil, aunque se mantenían las expectativas de recuperación de la economía, eran menores que los pronósticos previos. Los proyectos de reformas del gobierno habían tenido un impacto positivo en el

mercado. No obstante, luego de presentar al congreso, las protestas sociales se habían intensificado, lo cual implicaría la aprobación de una reforma, pero menos ambiciosa. Con relación a su efecto sobre Paraguay, un mayor dinamismo de la economía brasilera significaría un factor positivo para la actividad económica local en el corto plazo.

Por otra parte, se señalaba que, el aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales, junto con la depreciación de la moneda local podrían implicar presiones sobre los precios de los combustibles, y por ende sobre la inflación, por eventuales efectos de segunda vuelta, aunque, de acuerdo a la evidencia de los últimos años, los efectos sobre la inflación subyacente y total habían sido moderados.

Considerando los escenarios alternativos, el CEOMA determinó que el balance de riesgos para la inflación se mantenía equilibrado.

Reuniones de abril, mayo, junio y julio

En la reunión del abril, el Comité mencionaba que, en el escenario internacional, que las economías avanzadas seguían creciendo, aunque a tasas menores a las inicialmente previstas, particularmente en la Eurozona. En las economías emergentes, los registros de actividad de China habían resultado mejores a lo esperado. En plano regional, el contexto económico de Argentina permanecía complicado, en tanto que, en Brasil, se observó un panorama económico más favorable, si bien los riesgos que podrían dificultar una sólida recuperación en el mediano plazo seguían vigentes.

En lo interno, la caída de la actividad económica continuaba siendo explicada, en parte, por choques de oferta (sequía) que afectaron la producción agrícola y de energía eléctrica. Sin embargo, el indicador que excluye a estos dos sectores continuaba creciendo, pero a tasas menores. Con relación a los precios, las diferentes medidas de inflación, se mantenían en niveles coherentes con el objetivo inflacionario de mediano plazo, aunque habían mostrado leves aumentos en el margen. Las expectativas de los agentes económicos permanecían ancladas a la meta.

Bajo este escenario, el Comité decidió apropiado mantener la tasa de referencia en 4,75% anual, considerando que el perfil acomodaticio de la política monetaria era compatible con la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte de proyección.

En mayo, el Comité observó que, en el plano externo, las economías avanzadas seguían creciendo a tasas moderadas, aunque Estados Unidos había mostrado un desempeño favorable en los primeros meses del año. En las economías emergentes, la actividad económica de China se mantenía con buena dinámica, aunque la incertidumbre derivada de los conflictos comerciales a nivel mundial se había agudizado. En la región, el panorama económico se había vuelto más complicado, agravado por un escenario político complejo, además de que algunas incipientes señales de recuperación se habían deteriorado.

En el escenario doméstico, al cierre del primer trimestre, se había registrado una disminución de la actividad económica, principalmente por el desempeño de la agricultura y las binacionales. No obstante, otros sectores también fueron afectados, aunque en menor medida, lo que se reflejaba en una caída más leve del indicador que excluye la agricultura y la producción de energía eléctrica. Por su parte, las medidas de tendencia de la inflación habían verificado un incremento, pero se ubicaban en niveles coherentes con el objetivo de mediano plazo.

En este contexto, el Comité consideró que la estrategia más prudente era continuar con el perfil actual de la política monetaria, por lo que la TPM se mantuvo en 4,75% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

En junio, el CEOMA señalaba que, en el escenario internacional, las principales economías avanzadas y emergentes seguían expandiéndose, aunque a un ritmo menor a lo previsto inicialmente. Esto se debía, en gran parte, a la incertidumbre derivada de las tensiones comerciales a nivel global. Bajo este panorama de menor impulso externo, los bancos centrales de las economías más desarrolladas habían anunciado la adopción de una

posición más acomodaticia de la política monetaria. En el ámbito regional, se mantenían los riesgos relacionados al proceso de recuperación económica, explicados en parte, por la incertidumbre sobre los avances de los proyectos de reformas, como por el complejo escenario político.

En el plano local, los indicadores de actividad continuaban con un comportamiento débil, aunque se esperaban mejores resultados en el segundo semestre, de acuerdo a la implementación de las medidas de reactivación económica por el gobierno. Por otro lado, los distintos indicadores de inflación seguían en niveles consistentes con la meta de mediano plazo y las expectativas de los agentes se encontraban alineadas al objetivo inflacionario.

Bajo este escenario, el Comité consideró prudente continuar con el perfil de la política monetaria hasta ese momento, manteniendo la TPM en 4,75% anual, lo cual garantizaba la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

En la reunión de julio, el Comité señaló que, en el contexto internacional, si bien las principales economías avanzadas y emergentes seguían con un ritmo moderado de expansión de la actividad económica, persistía la incertidumbre derivada del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. En ese contexto, algunos bancos centrales de economías desarrolladas habían adoptado un perfil más laxo de la política monetaria. En la región, se habían observado algunos avances en torno a reformas claves y se había verificado un fortalecimiento de las monedas en el mercado cambiario, aunque las señales de recuperación de las economías de los principales socios comerciales aún debían consolidarse.

En lo interno, los indicadores de corto plazo señalaban que el desempeño económico se mantenía débil, tanto por el lado de la actividad como de la demanda. Con relación a los precios, las medidas de tendencia de la inflación seguían por debajo de la meta desde hacía varios meses. Además, los riesgos derivados del sector externo para la inflación doméstica se habían moderado en el periodo reciente, por lo que las presiones inflacionarias permanecieran acotadas, lo que podría afectar la



convergencia de la inflación al objetivo en el mediano plazo.

En este contexto, el Comité determinó que había un espacio para dotar a la economía de un impulso monetario, compatible con la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección. En consecuencia, el CEOMA decidió reducir la TPM en 25 puntos básicos a 4,50% anual.

I. Entorno Internacional y Regional

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Desde el último IPoM, la actividad económica mundial ha mostrado signos de moderación, principalmente a consecuencia de una menor dinámica del comercio internacional, una débil producción industrial y un reducido nivel de inversión durante el primer semestre del año. La incertidumbre política a nivel internacional ha sido una constante afectando la confianza de consumidores e inversores a nivel global. A pesar de ello, se ha logrado algún avance en las conversaciones para poner fin al conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Durante el último trimestre de este año, se han mitigado los factores de riesgos relacionados al endurecimiento de las condiciones financieras, dadas las perspectivas de la implementación de una política monetaria más laxa por parte de la Reserva Federal. Por otro lado, en la región, el escenario económico permanece complejo. Argentina continúa mostrando señales de deterioro en su actividad manufacturera y altos niveles de inflación, y en Brasil se ha verificado un debilitamiento de la actividad económica durante el segundo trimestre de este año.

El débil desempeño económico de las principales economías continúa explicando, en mayor medida, el moderado nivel de actividad económica mundial. Las estimaciones de crecimiento de Estados Unidos apuntan a un menor crecimiento respecto al observado en el 2018, principalmente, a consecuencia del conflicto comercial con China que continúa sin ser resuelto, además de una baja demanda de bienes intermedios por parte de las principales economías industrializadas. Este panorama ha hecho que la Reserva Federal comunique que podría adoptar una política monetaria más acomodaticia durante el segundo semestre del año, pese a los buenos niveles de actividad económica y empleo que se ha visto durante el primer semestre del año. La Eurozona continúa mostrando señales de debilitamiento en la actividad económica, principalmente a consecuencia de un sector manufacturero que ha registrado un menor nivel de producción y una continua caída en los nuevos pedidos. Pese a esto, la tasa de desempleo se encuentra a niveles históricamente bajos y los salarios reales siguen aumentando. En cuanto a China, se prevé que el ritmo de actividad económica para el segundo trimestre del año se modere ligeramente, a pesar de las diversas medidas de

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU

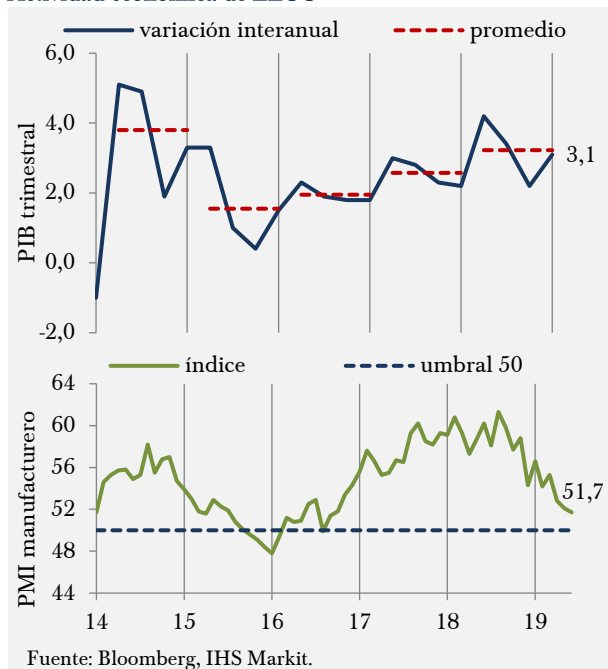
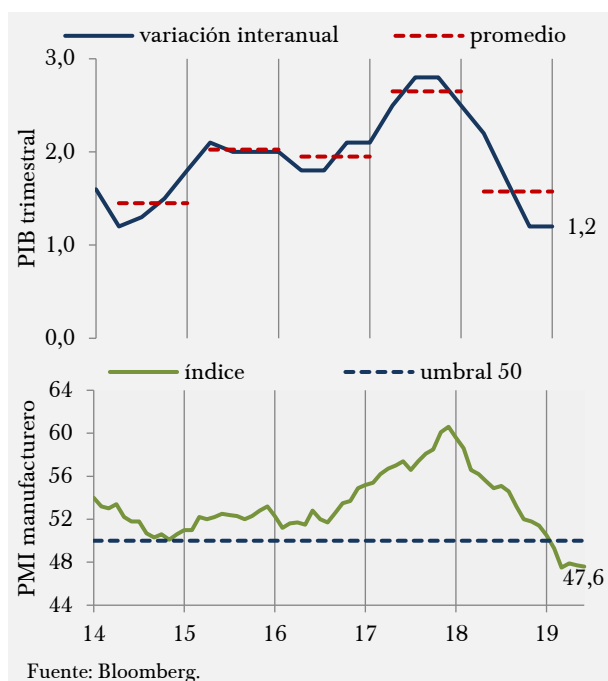


Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona



estímulo a la economía que ha lanzado el gobierno. El comercio exterior ha mostrado signos de desaceleración durante el año, a consecuencia del conflicto comercial con Estados Unidos, y ha afectado las expectativas de producción manufacturera en lo que va del año.

En Sudamérica, el escenario económico permanece complejo. Argentina continúa previendo una tasa de crecimiento negativo para este año. El contexto es de inflación alta, un sector manufacturero que continúa contrayéndose, el gobierno buscando estabilizar las condiciones macroeconómicas y elecciones próximas en octubre. Asimismo, en Brasil, la actividad económica se ha deteriorado en meses recientes. Esto sigue siendo consecuencia de una disminución en la producción industrial y una menor dinámica del comercio exterior. En los demás países de la región la actividad económica ha tenido resultados mixtos, en tanto que los precios se han mantenido estables.

Actividad económica

Con los datos disponibles al primer trimestre de 2019, el PIB de los Estados Unidos mostró un crecimiento anualizado de 3,1%, por encima del 2,2% registrado en el cuarto trimestre de 2018. La buena dinámica en el crecimiento observado en el primer trimestre ha superado las expectativas de los agentes y se debió, en mayor medida, a la contribución positiva de la inversión fija no residencial, la inversión en inventarios, las exportaciones y el consumo privado. Sin embargo, se ha observado una menor dinámica en el sector agrícola del país, afectado principalmente por el conflicto comercial con China. Por su parte, en el sector manufacturero, el PMI se desaceleró en el segundo trimestre ubicándose en 51,7 en junio (53,3 IPoM marzo). En el mercado laboral, la tasa de desempleo se redujo a 3,7% desde el informe anterior (3,8%). No obstante, la creación de empleos, 172 mil puestos en lo que va del año, se encuentra en un nivel inferior al promedio mensual del año anterior, 223 mil nuevos puestos. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, estas han sido revisadas marginalmente al alza para este año a 2,5% y se estima que el PIB crezca 1,8% en 2020 (tabla I.1 y gráfico I.1).

En la zona euro, la actividad económica continuó mostrando signos de moderación. En el primer trimestre de 2019, el PIB creció a una tasa interanual de 1,2%, igual al registrado en el

Gráfico I.3
Actividad económica de China

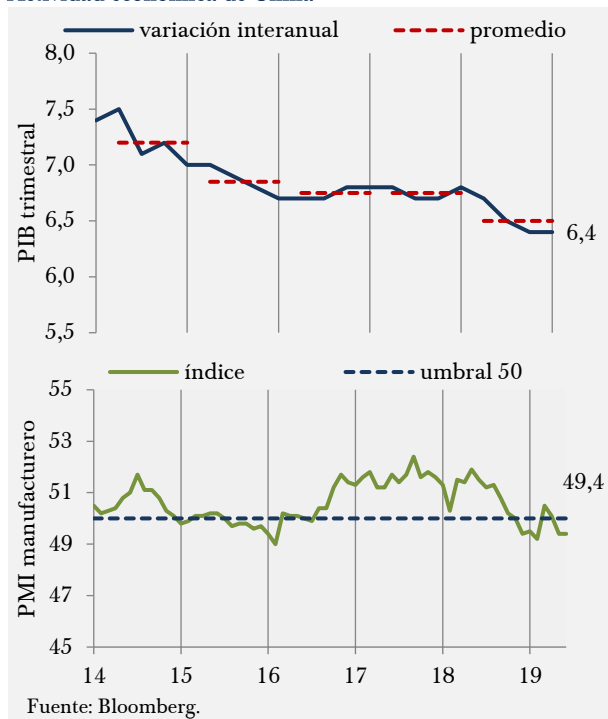
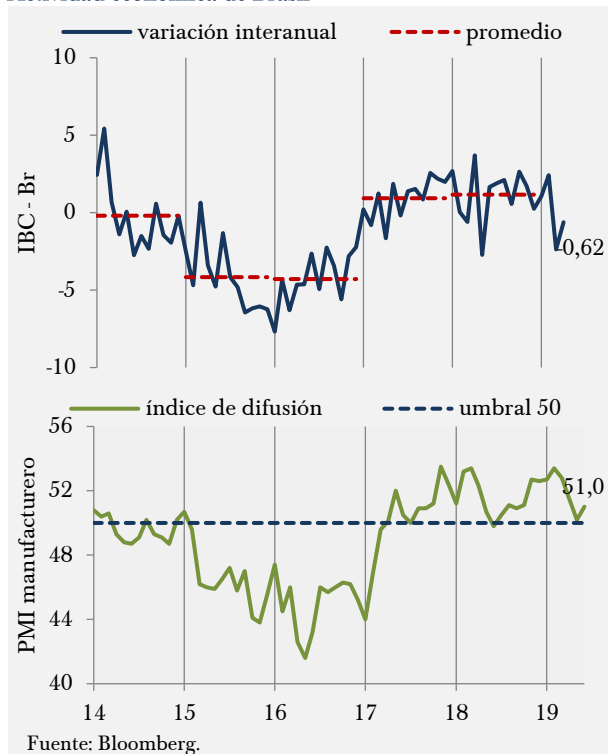


Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil



trimestre anterior, siendo el consumo privado y la inversión fija, los impulsores del crecimiento en dicho periodo. Desde el informe anterior, el PMI del sector manufacturero se ha mantenido relativamente estable ubicándose en 47,6 en junio (47,5 en marzo), aunque continúa débil en zona de contracción. En contraste, el mercado laboral se mantuvo robusto con una tasa de desempleo de 7,7% al cierre del primer trimestre de 2019 y, que ha continuado disminuyendo en el periodo reciente. Mientras tanto, las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre política han seguido restando optimismo en el escenario europeo, no obstante, el pronóstico de crecimiento del PIB de 2019 se ha mantenido sin cambios en 1,2% (gráfico I.2).

Los últimos datos disponibles de China indican que la economía creció 6,4% interanual en el primer trimestre de 2019, sin cambios respecto al último trimestre del año pasado y por debajo del 6,8% exhibido en el primer trimestre de 2018. En cuanto al PMI manufacturero, durante el primer semestre del año, el índice se ha encontrado en torno al umbral (50), ubicándose en 49,4 en junio (50,5 IPoM anterior). Un gobierno que busca expandir la demanda interna, unas exportaciones que cuentan con niveles de crecimiento desacelerados, dificultades para encontrar nuevos mercados y el debilitamiento de la producción explican en parte los modestos resultados, a lo que se suma la incertidumbre respecto a las tensiones comerciales con Estados Unidos. Bajo este panorama, la expectativa de crecimiento para el año 2019 se ha mantenido sin cambios respecto al último IPoM (6,2%) (gráfico I.3).

La economía brasileña ha registrado una caída interanual del PIB de 0,62% en el primer trimestre de 2019. Una menor dinámica del sector industrial e incertidumbre acerca de la reforma del sistema de pensiones han desfavorecido a la actividad del país en el primer trimestre. En cuanto al sector manufacturero, al cierre del segundo trimestre, el PMI se ubicó en 51,0, manteniéndose en zona expansiva, aunque revelando cierta desaceleración respecto al resultado del informe anterior (52,8). En el mercado laboral, la tasa de desempleo del trimestre móvil marzo a mayo descendió respecto a igual periodo de 2018, sin embargo, sigue ubicado por encima del mínimo alcanzado en 2013 (6,2%). La coyuntura reciente ha hecho que los agentes recorten sus previsiones de crecimiento para Brasil con respecto al IPoM

Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina

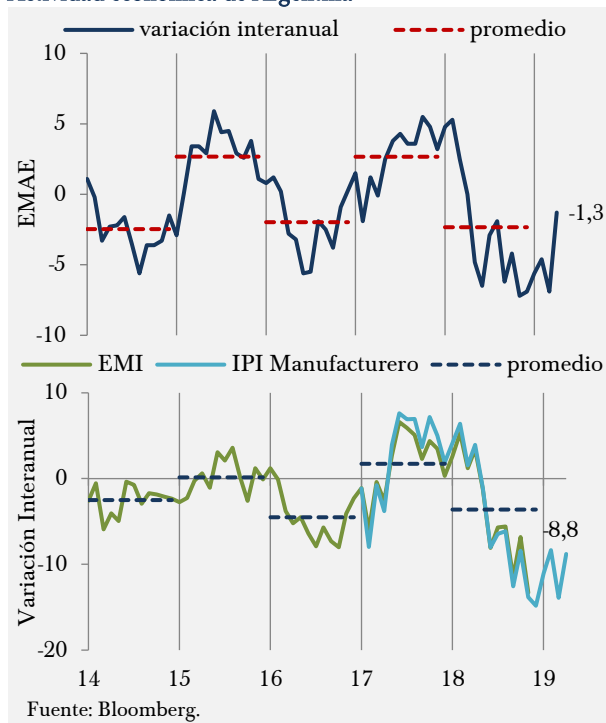
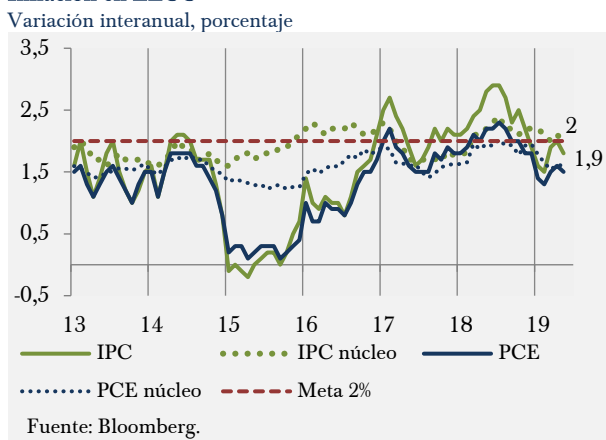


Gráfico I.6
Inflación en EEUU



anterior, bajando de 2,0% a 1,0% para el año 2019 (gráfico I.4).

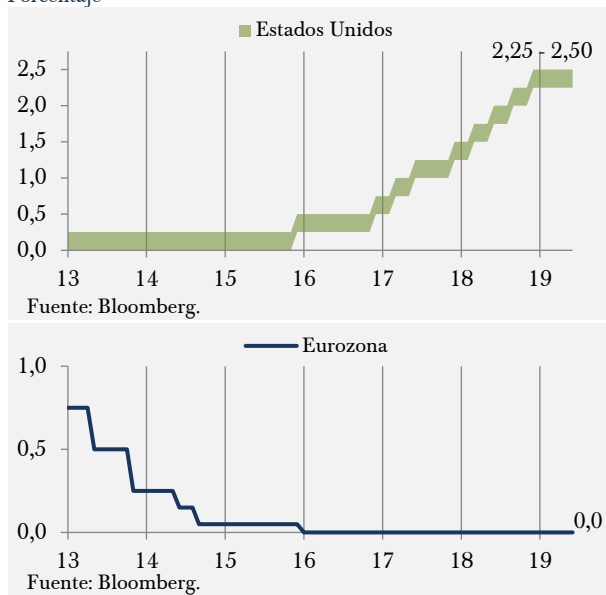
En Argentina, los últimos datos indican una contracción interanual del PIB de 5,8% en el primer trimestre de 2019, resultado menor al registrado en el trimestre anterior (-6,1%). Esta caída se ha atribuido a una débil producción del sector manufacturero, una baja dinámica del comercio mayorista y minorista, y un continuo deterioro del mercado laboral. A su vez, el dato más reciente del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMA) reveló una menor caída interanual en abril (-1,3) respecto al desempeño observado en los últimos doce meses. Por su parte, la producción industrial, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), ha mostrado una menor reducción interanual durante el segundo trimestre del año en comparación a los resultados del primer trimestre. La contracción de este sector se ha dado por una menor producción del sector de automóviles, otros equipos y aparatos, muebles y otras industrias manufactureras. Con los resultados del primer trimestre, el pronóstico de crecimiento de Argentina ha verificado una nueva revisión a la baja para el 2019, con un crecimiento estimado de -1,2% (-1,0% en el IPoM anterior). El escenario económico continúa siendo complejo en el país, en dicho contexto, el Banco Central de la República Argentina se mantiene cumpliendo con sus metas de tipo de cambio y niveles de base monetaria que se ha fijado, buscando de esta manera controlar los altos niveles de inflación que se han registrado durante todo el año 2019 (gráfico I.5).

Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de Estados Unidos muestran una reducción desde el último IPoM (gráfico I.6). La inflación del IPC se ubicó en 1,6% interanual en junio (1,9% en el IPoM de marzo) impulsada principalmente por incrementos de precios de la energía (especialmente gasolina), mientras que su medida núcleo se situó en 2,1% (2,0% en el informe anterior), impulsado por aumentos en los precios de alojamiento para la vivienda. Por otro lado, el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó en mayo 1,5%, mientras que el PCE núcleo incrementó 1,6% (gráfico I.6).

Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva

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



Federal, considerando las condiciones de la inflación y el mercado laboral, ha mantenido el rango objetivo de la tasa de fondos federales en [2,25% - 2,50%] durante las reuniones del segundo trimestre de 2019. Considerando la información recibida sobre la evolución reciente de los indicadores de la economía de EE.UU., además del desempeño económico y financiero global, los agentes económicos esperan una reducción de las tasas de interés por parte de la Fed durante el segundo semestre de este año. Esto representa un cambio en las perspectivas sobre la tasa de política monetaria en EE.UU., pues durante el primer trimestre del año se esperaba una posición más conservadora por parte de la Fed (gráfico I.7).

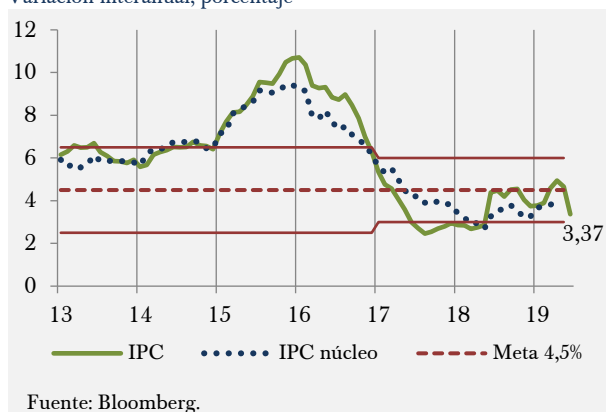
En la Eurozona, la tasa de inflación a junio se ubicó en 1,3% interanual, ligeramente por debajo de los niveles registrados en el informe anterior, impulsada por los rubros de energía, alimentos y servicios; mientras que la inflación núcleo llegó al 0,8% (gráfico I.8).

Gráfico I.8
Inflación en Eurozona
Variación interanual, porcentaje



En cuanto a las decisiones de política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia durante el segundo trimestre de este año, pero se espera que el BCE adopte también una posición más acomodaticia durante la segunda mitad del año. De esta manera, la tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,40%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25% (gráfico I.7 y 1.8).

Gráfico I.9
Inflación en Brasil
Variación interanual, porcentaje



En la región, la inflación total de Brasil fue 3,37% interanual en junio de 2019, mostrando un cambio en la tendencia de la inflación registrada en el primer trimestre de este año. El cambio en la tendencia de la inflación se da a consecuencia de una reducción de los precios del sector de energía, especialmente en el sector de gasolina y electricidad. Por otro lado, la inflación núcleo cerró en 3,55% en junio (gráfico I.9). En este escenario, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha decidido mantener sin cambios la tasa SELIC en 6,5% durante todo el segundo trimestre de 2019 (gráfico I.11).

Respecto a Argentina, la inflación se aceleró desde el último IPoM, alcanzando la tasa de 57,3% en junio de este año. Durante todo el año el BCRA ha mantenido su plan de control de la inflación basado en el control de los agregados

Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación mensual, porcentaje

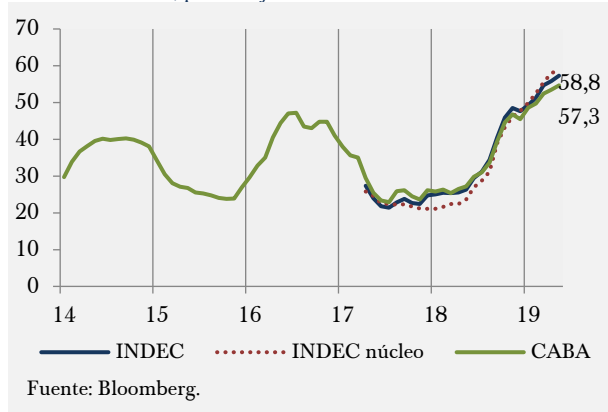


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje

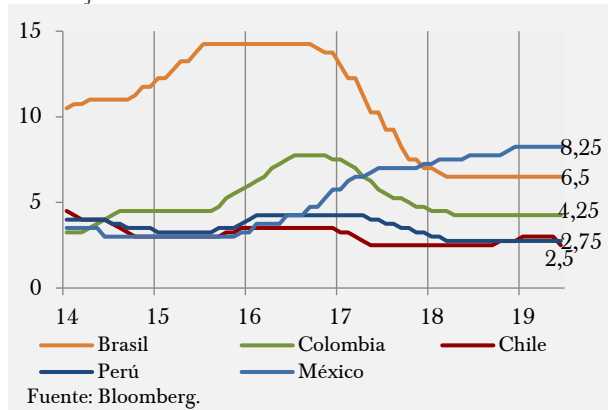
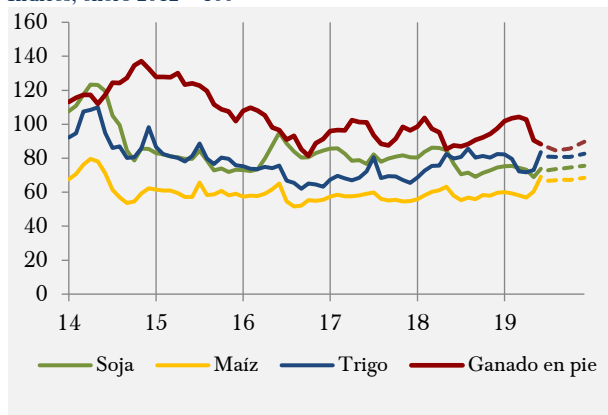


Gráfico I.12
Precios de commodities

Índices, enero 2012 = 100



monetarios, tomando como meta el nulo crecimiento de la base monetaria.

En el mes de abril, el BCRA ha cambiado su metodología de intervención en el mercado cambiario. Para lo que resta del año, los límites inferior y superior se fijaron en 39,755 y 51,448 pesos argentinos por dólares americanos. Así también, la autoridad monetaria ha decidido que podrá intervenir con ventas en el mercado cambiario incluso cuando el tipo de cambio se encuentre por debajo del límite superior de las bandas cambiarias. Otro de los puntos establecidos ha sido que, si el dólar se encuentra por encima del límite superior, la intervención podrá ser hasta 250 millones de dólares por día y podrá determinar intervenciones adicionales de ser necesario. El BCRA seguirá sin comprar divisas si el tipo de cambio se encuentra por debajo del límite inferior de las bandas. También, durante el segundo trimestre de este año Argentina ha recibido el tercer desembolso, por valor de USD 10.870 millones, en el marco del acuerdo *stand by* (gráfico I.10).

En los demás países de la región, las tasas de política monetaria de Colombia, Perú y México se han mantenido estables en 4,25%, 2,75% y 8,25% anual respectivamente desde el último IPoM. Mientras que, en el segundo trimestre de 2019, el Banco Central de Chile ha reducido su tasa de referencia en 0,50 p.p. hasta ubicarse en 2,50% (gráfico I.11).

Materias primas

Los *commodities* agrícolas han mostrado comportamientos mixtos desde el último informe. El precio de la soja se ha reducido en los meses de marzo y abril, pero mostró un repunte importante en el mes de junio, explicado principalmente por las condiciones climáticas adversas en Estados Unidos que han retrasado la siembra y que hacen prever una menor oferta global de esta oleaginosa. De todas maneras, el precio de junio se encuentra en un nivel similar al del mes de marzo.

En cuanto al maíz, su precio ha registrado un aumento de 18,7% desde el informe anterior, lo que ha hecho aumentar las perspectivas de siembra del mismo en Estados Unidos. Por último, el precio del ganado en pie se redujo 15,3% en el mercado de Chicago (gráfico I.12).

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

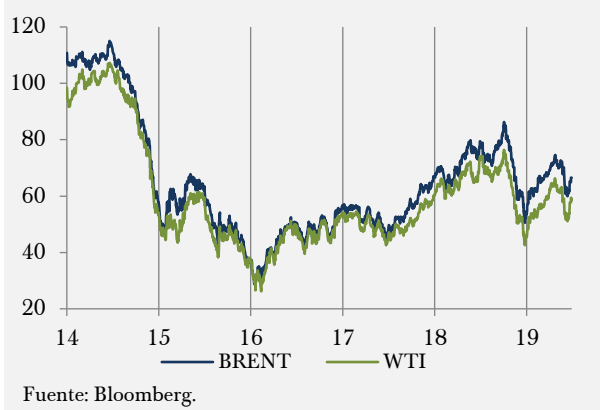


Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



Gráfico I.15
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo han disminuido. Esto se ha dado a consecuencia de una demanda menor a la prevista, tanto por parte de los países industriales como de los países en desarrollo. Pese a ello, se ha notado una recuperación en los precios del crudo en el margen, debido a recortes en la producción por parte de los países miembros de la OPEP y las sanciones que Estados Unidos ha impuesto a Irán. En específico, el precio del petróleo Brent se redujo 2,7% respecto al informe anterior, mientras que el de WTI disminuyó 2,8%.

Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años han disminuido, en promedio, con respecto al IPoM anterior, presionados por la desaceleración del impulso económico mundial y unas expectativas de reducción de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal. Además, Estados Unidos sigue mostrando un panorama económico favorable, en comparación a las demás economías avanzadas y emergentes (gráfico I.14).

El S&P500 de los Estados Unidos ha aumentado 3,8% desde el IPoM anterior, debido a expectativas favorables del sector industrial, los altos niveles de empleo y el buen desempeño económico en comparación a las demás economías desarrolladas. De la misma manera, el Euro STOXX 50 se encuentra 3,6% por encima del nivel reportado en el informe anterior. Esto se debió a un anuncio por parte del Banco Central Europeo que podría adoptar una posición más acomodaticia durante el segundo semestre del año, con el propósito de estimular la economía y llevar la inflación a un nivel más cercano a su meta.

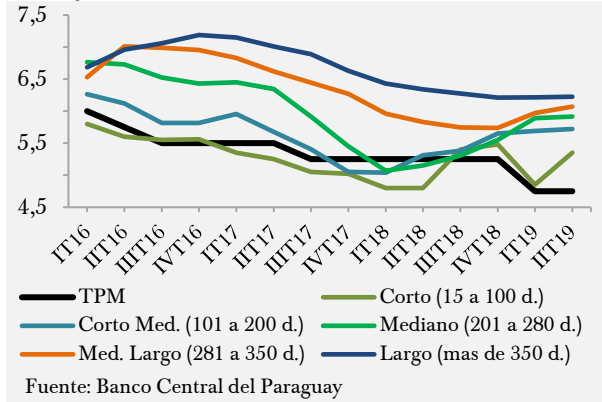
En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció un 1,2%. Esto a consecuencia de unas expectativas de reducción de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal, lo que de concretarse podría seguir presionando a la baja al valor del dólar frente a las principales monedas a nivel mundial durante el segundo semestre de este año (gráfico I.15).

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje



Política Monetaria

En el plano internacional, las principales economías avanzadas y emergentes continuaron expandiéndose, sin embargo, lo hicieron a un ritmo menor a lo pronosticado en un principio a causa de la creciente incertidumbre en lo referente a las tensiones comerciales que se produjeron a nivel global.

En el ámbito regional, el panorama económico se ha tornado más complicado, agravado por un escenario político complejo y el deterioro de incipientes señales de recuperación que se habían observado en meses recientes.

En cuanto a la economía local, los indicadores de actividad mostraron un comportamiento débil principalmente por el desempeño de la agricultura y las binacionales. No obstante, se prevé mejores resultados en el segundo semestre del año como consecuencia de la implementación de las medidas de reactivación económica anunciadas por el gobierno. Por su parte, las distintas medidas de la inflación registraron un incremento, pero manteniéndose en niveles consistentes con el objetivo de mediano plazo.

Por ello, el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA), dado este escenario, consideró mantener la tasa de política monetaria en 4,75% anual en las reuniones realizadas durante el segundo trimestre del año 2019.

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

Porcentaje

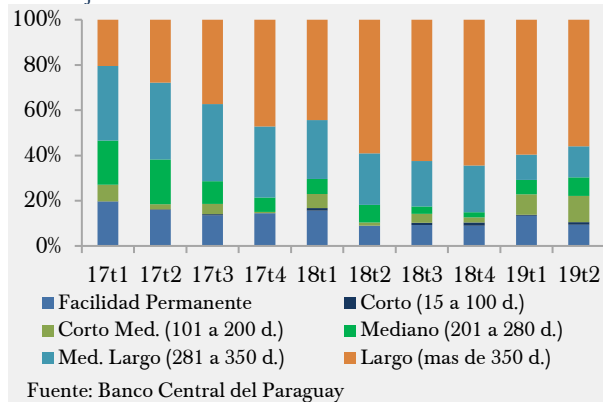
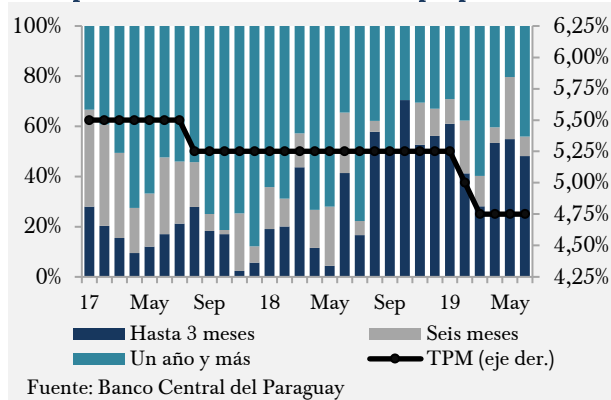


Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos

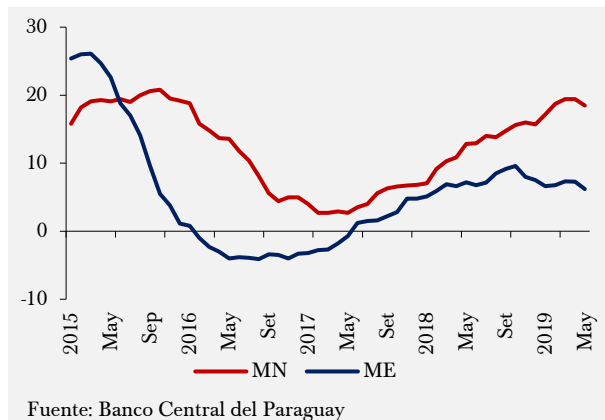


Instrumentos de Regulación Monetaria

En el segundo trimestre del 2019, las colocaciones a plazos de 281 a 350 días (Mediano-Largo), de 101 a 200 días (Corto-Mediano), de 201 a 280 días (Mediano) y de 15 a 100 días (Corto) aumentaron su participación, en detrimento de la de largo plazo y de la facilidad permanente de depósitos (FPD). Así, la participación del plazo Mediano-Largo fue 13,8%, del Corto-Mediano fue 11,5%, del Mediano plazo fue 8,3% y del Corto fue 1,2%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 2,65%, 2,39%, 1,87% y 0,76% para los plazos Mediano-Largo, Corto-Mediano, Mediano y Corto respectivamente en relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2). Además de la recomposición

Gráfico II.4
Evolución del crédito

Variación interanual, porcentaje

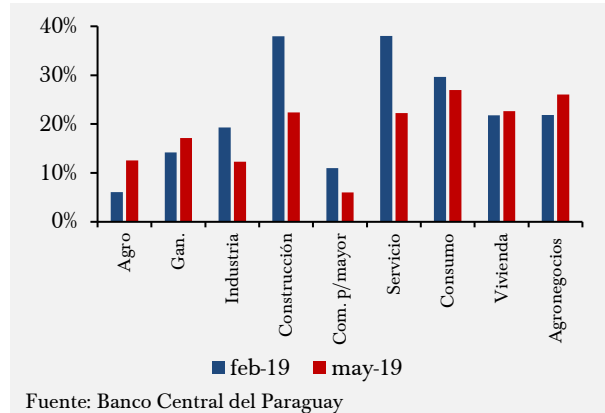


de cartera, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo en 8,2% en relación al primer trimestre de 2019, siendo el plazo Largo (-8,3%) y la FPD (-4,7%) aquellos con mayores incidencias en la reducción, compensado por los aumentos en los plazos Mediano-Largo (1,5%), Corto-Mediano (1,4%), Mediano (1,2%) y Corto (0,7%).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el segundo trimestre del año se registró mayor apetito por los instrumentos de hasta 3 meses. Así, en este periodo, la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 51,3% del total, de 6 meses representó el 9,5% y la de 1 año y más representó el 39,2% (gráfico II.3).

Gráfico II.5
Créditos por sectores

Variación interanual



Condiciones Financieras

Los créditos totales han seguido creciendo a tasas de dos dígitos, aunque se han moderado en el último mes de mayo, explicado principalmente por el menor ritmo de expansión, tanto de los préstamos concedidos en moneda nacional como en moneda extranjera.

Así, en mayo de 2019, los créditos en moneda nacional (MN) crecieron a una tasa interanual de 18,5%, ligeramente inferior a la registrada en febrero pasado (18,7%). Por su parte, los créditos en moneda extranjera (ME) han mostrado un incremento de 6,2% interanual, inferior al 6,8% observado en febrero de 2019 (gráfico II.4).

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



En términos sectoriales, y considerando el total de créditos, se ha registrado un menor crecimiento de los préstamos destinados a la industria, las construcciones, comercio al por mayor, servicios y consumo. En contrapartida, se ha observado un mayor dinamismo de los créditos concedidos al rubro agrícola, ganadero, vivienda y agro negocios (gráfico II.5).

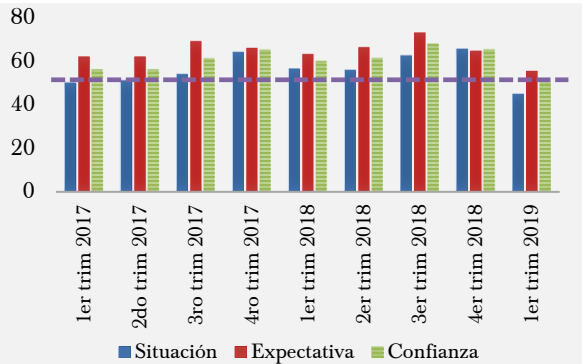
Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito, del primer trimestre del año 2019, muestra que el 39,3% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos. Esta tasa es inferior a la observada en el mismo periodo del 2018 (72,4%) (gráfico II.6).

Por su parte, el índice de las expectativas para la concesión de créditos, si bien se mantiene en la zona de expansión, se

Gráfico II.7

Índice de situación, expectativas y confianza del crédito

Índice de difusión

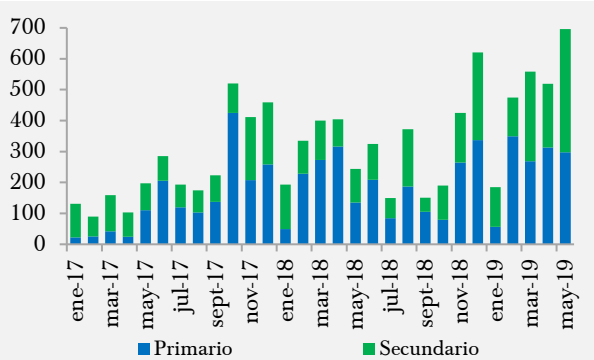


Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.8

Volumen negociado en la BVPASA

En miles millones de guaraníes

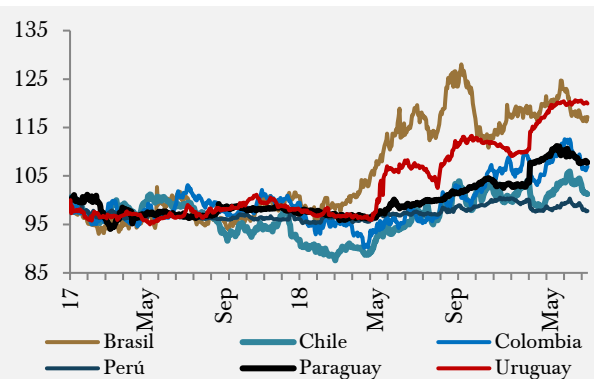


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA).

Gráfico II.9

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2017=100



Fuente: Bloomberg

ha reducido con relación a los niveles observados en los trimestres previos (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.

Mercado bursátil

El total negociado al mes de mayo en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 54,46%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (52,84%) y por las operaciones en instrumentos de reporto (229,78%), compensado por la disminución de las operaciones de renta variable (37,24%). Por otro lado, del total negociado en los cinco primeros meses del año, el 52,79% correspondió a transacciones en el mercado primario y 47,21% al mercado secundario (gráfico II.8).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en mayo la distribución es la siguiente: Bonos Financieros 41,9%, Bonos Subordinados 35,5%, Bonos Corporativos 11,2%, Bonos Públicos 10,7%, Acciones 0,7%, Fondos de Inversión 0,1%, Bonos Bursátiles de Corto Plazo 0,008% y Títulos de Crédito 0,004%.

En mayo, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la Bolsa de Valores se ubicó en 8,75% y en 6,51% para aquellas en moneda extranjera.

Tipo de cambio

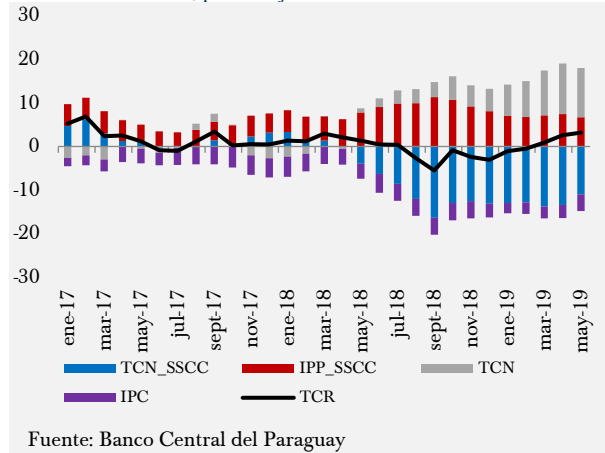
Desde el último IPoM, las cotizaciones de las principales monedas de la región mostraron un comportamiento bajista (depreciación), específicamente hasta finales del mes de mayo, a partir del cual, dicha trayectoria se ha revertido en la mayoría de los casos (gráfico II.9). De esa forma, comparando fines del mes de marzo contra fines del mes de junio, los niveles se mantienen en niveles similares, con leves depreciaciones (excepto el peso uruguayo) o ligeras apreciaciones. Las monedas de la región que presentaron depreciaciones fueron el peso uruguayo (5,10%), peso colombiano (0,71%) y el guaraní (0,12%), en tanto que, el real brasileño, el sol peruano y el peso chileno se apreciaron en 1,82% y 0,74% y 0,15% respectivamente (gráfico II.9).

Por otra parte, en mayo de 2019, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 3,2% con respecto al mismo

BCP © Derechos Reservados 2019

Gráfico II.10
Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



mes del año anterior, mayor a la tasa interanual observada al mes de marzo (gráfico II.10). Este aumento en la variación del TCR se explicó principalmente por la menor depreciación (frente al dólar) de las monedas de los socios comerciales, una menor inflación externa, y una depreciación ligeramente más elevada de la moneda local.

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

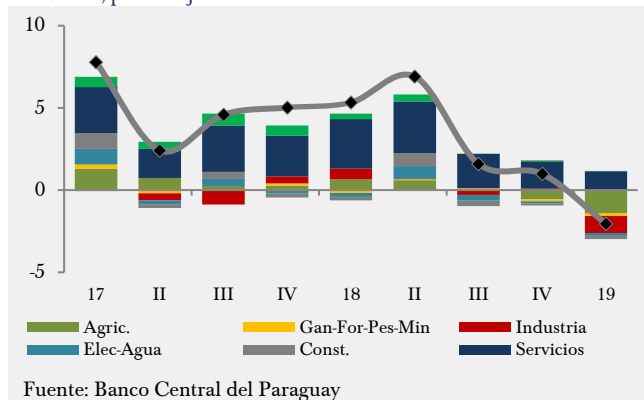
Sectores	Pond. 2018	2018				2019
		I	II	III	IV	I
Agricultura	8,3	5,6	7,0	-0,1	-8,1	-11,9
Gan, For, Pes, Min	3,1	-5,5	1,8	3,3	-3,4	-5,6
Industria	19,5	5,6	9,7	0,2	-0,1	-2,1
Electricidad y agua	8,1	7,7	0,2	-3,7	1,2	-12,0
Construcción	6,0	-3,6	13,4	-5,0	-2,1	-3,3
Servicios	47,5	6,8	6,7	4,4	3,4	2,6
Impuestos a los productos	7,6	4,8	5,7	0,1	0,7	0,2
PIB Total	100,0	5,3	6,9	1,6	1,0	-2,0
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,2	5,1	7,5	2,2	1,9	0,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2018	2018				2019
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna	72,9	8,2	4,8	10,5	1,4	-0,4
Consumo hogares	47,7	6,5	4,3	2,3	2,5	-0,1
Consumo gobierno	8,3	9,4	5,7	6,8	3,2	4,3
FBC	16,9	12,0	6,0	48,7	-3,4	-2,9
FBCF*	13,6	0,0	11,4	-2,6	-1,4	-6,9
Exportaciones	27,1	1,7	20,0	-12,7	6,2	-4,8
Importaciones	25,3	10,1	13,8	7,4	7,7	0,0
PIB Total	100	5,3	6,9	1,6	1,0	-2,0

*Representa el 65% de la FBK

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

En los primeros meses del 2019, la actividad económica ha seguido mostrando una menor dinámica, explicada en parte, por las condiciones climáticas adversas que afectaron a la producción agrícola, a la generación de energía eléctrica y a las construcciones, sumándose al impacto del deterioro de las condiciones económicas de los países vecinos sobre el comercio fronterizo. Además, es importante señalar la alta base de comparación estadística que tuvo el primer trimestre, y que se mantendrá hasta fines del segundo trimestre.

En el primer trimestre, el PIB registró una tasa de variación interanual de -2.0% (5,3% en el primer trimestre del 2018). Por el lado de la oferta este resultado fue explicado por el desempeño desfavorable de la agricultura, electricidad y agua, la industria manufacturera y la construcción, en tanto los servicios registraron un desenvolvimiento positivo. Por ello, el PIB que excluye la producción agrícola y de energía eléctrica experimentó un leve crecimiento de 0,8%. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia negativa fueron las exportaciones, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado, mientras que el consumo de gobierno registró una variación positiva.

En el sector agrícola, la caída de 11,9% con respecto al mismo trimestre del año 2018 (según los últimos registros oficiales del MAG), está explicada por los menores niveles de producción de soja en la campaña 2018/2019, que fue afectada por una sequía en el periodo de siembra. No obstante, este resultado fue parcialmente atenuado por variaciones positivas registradas en la producción de arroz, maíz y mandioca (tabla III.1).

El sector de electricidad y agua registró una variación interanual de -12,0%. El desenvolvimiento desfavorable del trimestre se debió fundamentalmente a la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, explicada por el menor caudal del río Paraná. Sin embargo, este resultado fue atenuado por la mayor distribución de energía eléctrica y agua.

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

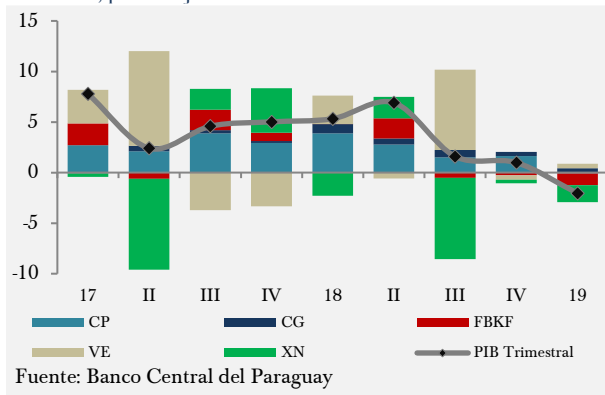


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

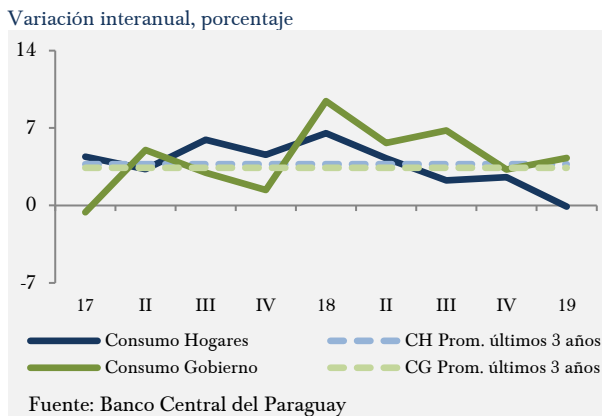
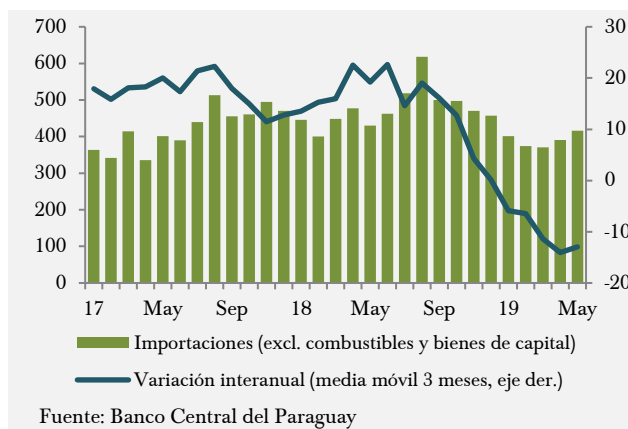


Gráfico III.4
Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)
Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



Asimismo, la actividad manufacturera presentó una variación interanual de -2,1%, explicada principalmente por el menor desempeño de la producción de carne, bebidas y tabaco, aceites, maquinaria y equipo, madera, productos metálicos, molinería y panadería, textiles y prendas de vestir. No obstante, se observaron resultados positivos en la producción de productos químico-farmacéuticos, papel y productos del papel, metales comunes y lácteos.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería exhibió una variación interanual de -5,6% en el primer trimestre, explicada, en gran parte, por el menor nivel de faenamiento de ganado bovino. Además, se observaron bajas en minería y forestal, las cuales están vinculadas al desempeño del sector de la construcción y de la industria de la madera, respectivamente. Los buenos niveles de producción de otros rubros pecuarios como aves, cerdos, huevos y leche cruda contribuyeron a mitigar la caída.

El sector de la construcción registró una tasa de variación de -3,3% en el primer trimestre de 2019. El desempeño de la actividad estuvo influenciado principalmente por el exceso de lluvia que ha obstaculizado el normal desenvolvimiento de las obras tanto públicas como privadas.

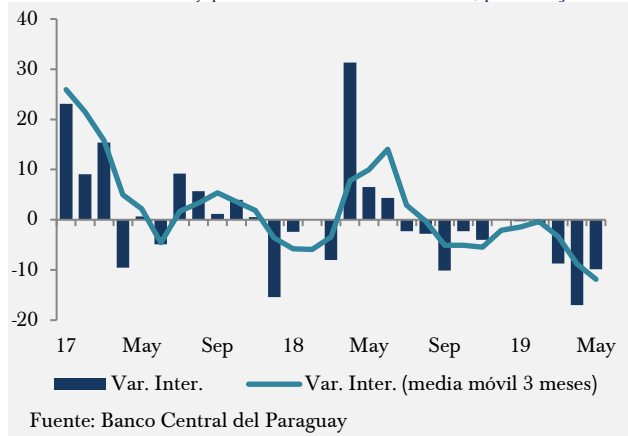
Por su parte, el sector de los servicios continúa mostrando un desempeño positivo. En el primer trimestre, el sector creció 2,6% en términos interanuales. Este desempeño fue sostenido por los resultados positivos en intermediación financiera, servicios gubernamentales, servicios a los hogares, servicios a las empresas y servicios inmobiliarios. En contrapartida, el comercio y el transporte presentaron tasas negativas de variación.

Desde la perspectiva del gasto, en el primer trimestre de 2019, la disminución del PIB fue explicada, tanto por la demanda interna como la externa. Entre los componentes de la demanda externa, se registró una disminución interanual de 4,8% en las exportaciones, mientras que las importaciones se mantuvieron en los mismos niveles que en el primer trimestre del 2018.

Por otro lado, la demanda interna verificó una disminución interanual del 0,4%, destacándose entre sus principales componentes la Formación Bruta de Capital (FBK) con una

Gráfico III.5
Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



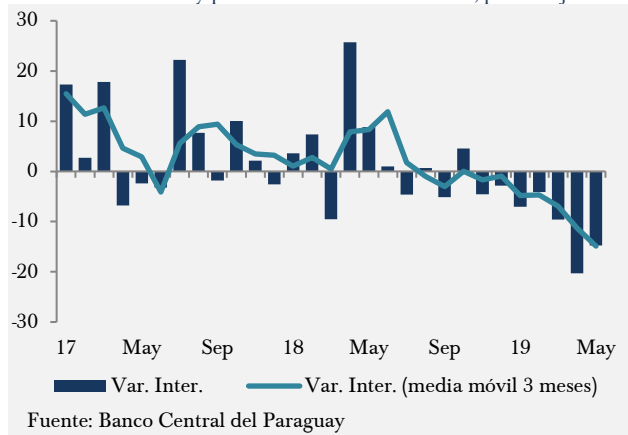
reducción de 2,9%, a diferencia del consumo total que tuvo un incremento del 0,5%.

Al desagregar el consumo total, el consumo privado verificó una variación interanual de -0,1%, debido principalmente a una reducción en los gastos en bienes durables, como compras de electrodomésticos y vehículos automotores, además de los servicios, como los relacionados principalmente con la salud, educación y recreación. Por su parte, el consumo público ha verificado un crecimiento de 4,3% en términos interanuales.

La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha registrado una disminución de 6,9% con respecto al mismo trimestre de 2018. Este desempeño estuvo influenciado principalmente por el menor nivel de las construcciones y la inversión en maquinarias y equipos.

Gráfico III.6
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Por el lado de la demanda externa, las exportaciones han sido el componente que más ha contribuido a la disminución del PIB en el primer trimestre de 2019, con -1,7 puntos porcentuales (p.p.). De igual forma, la demanda interna incidió negativamente en el PIB con -0,3 p.p., destacándose la FBK con -0,7 p.p., atenuado parcialmente por el consumo total con una incidencia positiva de 0,4 p.p.

Finalmente, conforme a los indicadores de corto plazo, en el segundo trimestre se siguió observando un moderado dinamismo de la actividad económica. En parte, este comportamiento era previsible por la alta base de comparación, aunque los eventos climáticos adversos contribuyeron a ralentizar la economía más allá de lo previsto inicialmente. Sin embargo, a partir del tercer trimestre, se prevén tasas de variación del PIB más favorables, a medida que el plan de reactivación económica sea ejecutado conforme al cronograma establecido.

Gráfico III.7
Importaciones bajo el régimen de turismo

Millones de dólares, variación interanual (porcentaje)

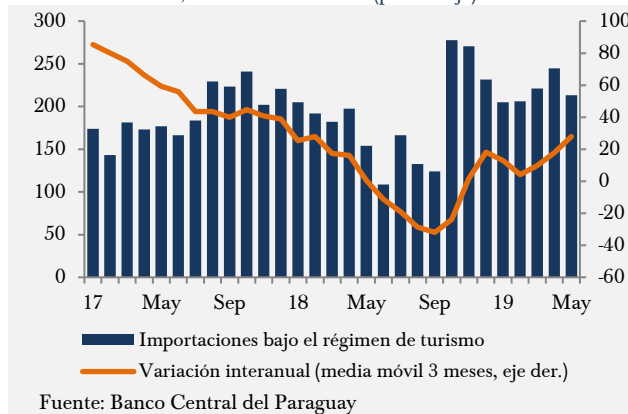


Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

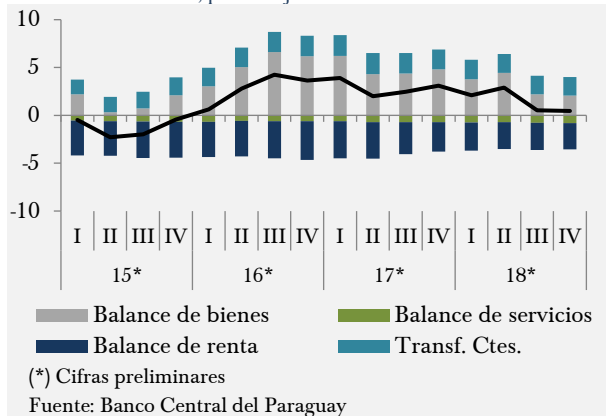


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2017*	2018 (f)	2019 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	1.206,2	219,8	-87,2
Balanza Comercial	1.872,2	893,1	636,8
Exportaciones	13.396,4	13.818,8	12.491,8
Importaciones	-11.524,2	-12.925,7	-11.855,0
Servicios	-273,0	-334,0	-339,0
Renta	-1.215,7	-1.140,8	-1.191,3
Transferencia Corriente	822,7	801,5	806,3
Cuenta Corriente (% PIB)	3,1	0,5	-0,2

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Cuenta Corriente

Con respecto al IPoM de marzo, el saldo de la cuenta corriente del 2018 fue ajustado de USD 175,3 millones (0,4% del PIB) a USD 219,8 millones (0,5% del PIB). Este cambio se explicó principalmente por ajustes en la balanza de renta y en menor medida por un leve incremento del saldo de la balanza comercial.

Con relación al 2019, los componentes de la cuenta corriente han sido corregidos teniendo en cuenta la evolución de los mismos al cierre del primer semestre, como así también el comportamiento más probable de los indicadores de actividad y gasto en los próximos meses.

Como se ha señalado previamente en el apartado de actividad económica, las condiciones climáticas adversas han afectado a diversos sectores económicos, particularmente a la producción agrícola y la generación de electricidad. Por el lado del gasto, los distintos indicadores también se han debilitado en estos primeros meses del año, más allá de lo previsto en el informe anterior. De hecho, el pronóstico del crecimiento del PIB se ajustó a la baja. En este contexto, las estimaciones de las exportaciones e importaciones también han sido revisadas en esa dirección.

Para las exportaciones, se ha realizado un ajuste a la baja, fundamentalmente por una disminución en las estimaciones de los envíos de granos de soja y sus derivados, a lo que se sumó también el efecto de los menores niveles de precios. Asimismo, se ha recortado significativamente la proyección de exportación de energía eléctrica y carne vacuna.

En el caso de las importaciones y conforme a los datos disponibles al primer semestre del año 2019, se ha procedido a ajustar las proyecciones con relación al anterior informe, consecuencia fundamentalmente a un débil comportamiento principalmente los referidos a los bienes de consumo y bienes intermedios, atenuado en cierta medida por las importaciones realizadas bajo los regímenes de turismo y de maquila.

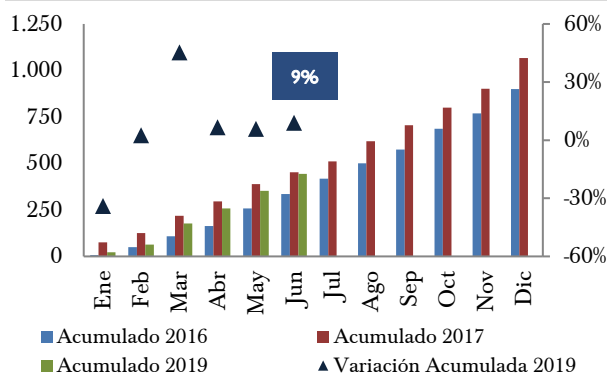
Con estas revisiones la cuenta corriente estimada para el año 2019 cerraría con un déficit del orden de USD 87 millones (0,2% de PIB) menor al previsto en el informe anterior como

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

	Junio 2018	Junio 2019	Variación (%)
Ingreso total recaudado	15.529	16.495	6,2%
Ingresos tributarios	11.218	11.428	1,9%
Otros ingresos	4.311	5.067	17,5%
Gasto total obligado	14.434	15.704	8,8%
Remuneración a los empleados	6.962	7.445	6,9%
Uso de bienes y servicios	1.404	1.599	13,9%
Prestaciones sociales	2.438	2.631	7,9%
Otros gastos	3.630	4.028	11,0%
Adquisición neta de activos no	2.043	2.228	9,0%
Balance operativo	1.095	791	
Préstamo neto/endeudamiento neto	-949	-1.437	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.9
Inversión física de la Administración Central
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

consecuencia fundamentalmente a un mayor saldo en la balanza comercial.

Finanzas públicas

Con respecto al informe anterior, tanto el ingreso total recaudado como el gasto presentaron un crecimiento más moderado en términos interanuales. Por su parte, el déficit fiscal anualizado a junio se mantiene en línea con la regla fiscal.

El ingreso total recaudado a junio ascendió a 16,5 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 6,2%. Este resultado se explica, principalmente, por el aumento de los ingresos no tributarios (17,5%), cuyos resultados acumulados al primer semestre del año tuvieron una mayor incidencia (4,9 p.p.) en relación a los ingresos tributarios (1,4 p.p.) que se incrementaron en 1,9% (tabla III.4).

El gasto total obligado a junio totalizó 15,7 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 8,8% respecto al acumulado a junio de 2018. Se incrementaron los gastos en concepto de compras de bienes y servicios, prestaciones sociales, remuneración a los empleados, y otros gastos.

Por su parte, la Adquisición Neta de Activos no Financieros acumulada a junio de este año registró un incremento del 9% con respecto al mismo periodo de 2018 (gráfico III.9).

Finalmente, con tales resultados de ingresos y gastos, la Administración Central arrojó un déficit de 1,4 billones de guaraníes en la primera mitad del año, equivalente al 1,4% del PIB en términos anualizados y dentro de los márgenes establecidos en la Ley de Responsabilidad Fiscal (1,5% del PIB).

Gráfico III.10
Indicadores de inflación
Variación interanual, porcentaje

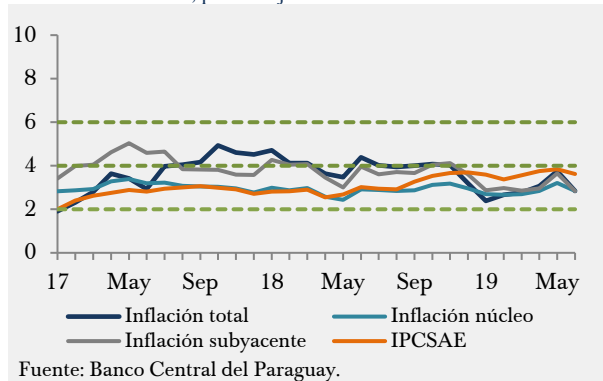


Gráfico III.11
Inflación mensual
Media móvil tres meses, porcentaje

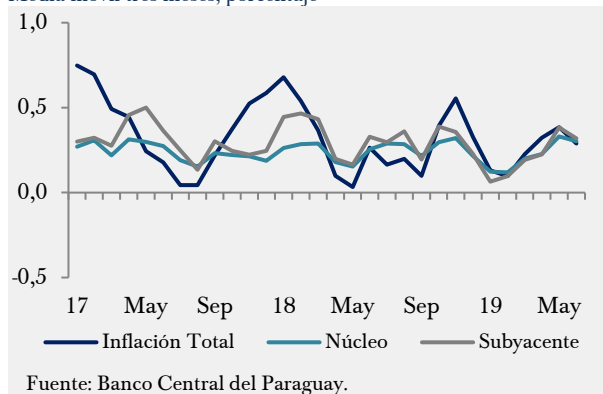
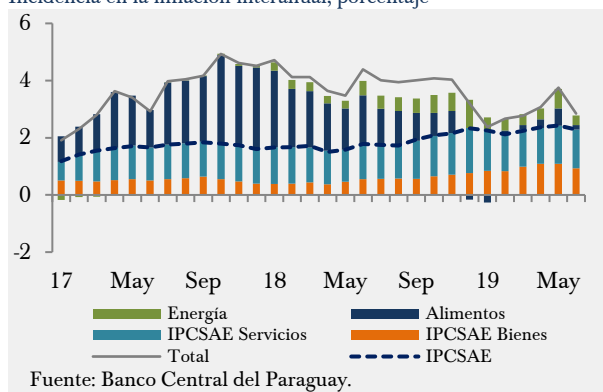


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total y las distintas medidas de tendencia se han incrementado ligeramente respecto a las cifras observadas en los primeros meses del año, aunque se han mantenido en niveles por debajo de la meta de mediano plazo.

El segundo cuarto del 2019 estuvo caracterizado principalmente por incrementos de precios en algunos servicios de la canasta, de los combustibles y del pasaje urbano e interurbano. Asimismo, en este lapso, se observaron incrementos en los precios de los bienes duraderos, explicados por la depreciación del guaraní con respecto a la moneda norteamericana durante gran parte del segundo trimestre, situación que se revirtió parcialmente en el último mes del trimestre.

La inflación total en el mes de junio del año 2019 registró una variación interanual de 2,8%, similar a la observada en marzo de 2019. Por su parte, el promedio entre abril y junio se situó en 3,2%, por encima del 2,6% observado en el primer trimestre del 2019, pero menor al promedio del 3,8% observado en el segundo trimestre del año pasado.

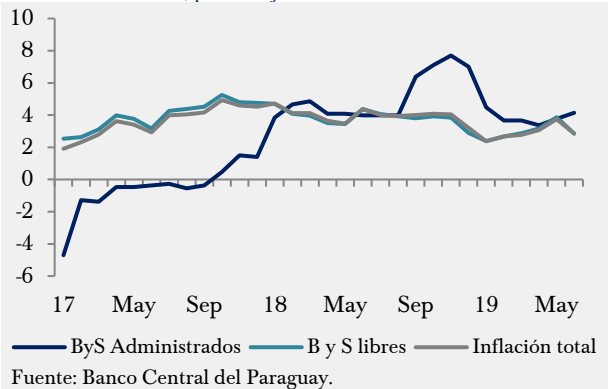
En el periodo abril-junio del año en curso, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,1% y 2,8%, tasas superiores a las verificadas en el primer trimestre del año 2019 que fueron del 2,9% y 2,6%, respectivamente. La inflación núcleo, por su parte, registró una tasa interanual promedio de 3% (2,7% durante el primer trimestre del 2019) (gráfico III.10).

La inflación total en términos mensuales promedió entre abril y junio del corriente una tasa del 0,3%, mayor al 0,2% observado entre enero y marzo del 2019, y similar al verificado en el segundo trimestre del año pasado (0,3%). Por su parte, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas similares a la de la inflación total durante el segundo cuarto del 2019 (0,3%), en tanto que el promedio de variaciones registradas entre enero y marzo del corriente fue del 0,2% para ambos indicadores (gráfico III.11).

Gráfico III.13

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje

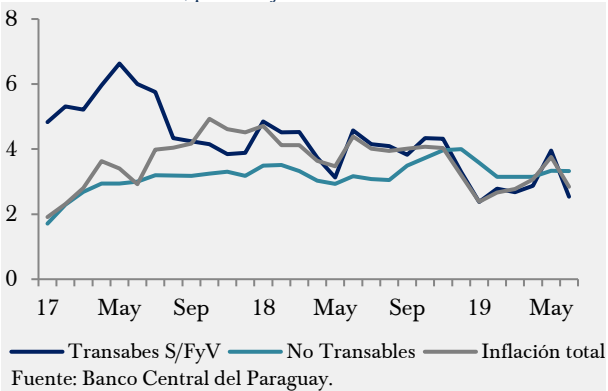


Por otra parte, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa de variación interanual de 3,7% en el segundo trimestre, superior al registrado en el último IPoM (3,5%). El comportamiento está explicado por el incremento verificado en el IPCSAE bienes, cuya tasa de variación en términos interanuales (en promedio) subió de 3,5%, en el primer trimestre, a 4,1% en el trimestre actual, comportamiento relacionado a aquellos bienes durables de la canasta. Por otro lado, el IPCSAE servicios promedió una tasa de variación de 3,5% entre abril y junio, mayor a la variación promedio interanual del 3,3% observada en el mismo periodo del año anterior (gráficos III.10 y III.12).

Gráfico III.14

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



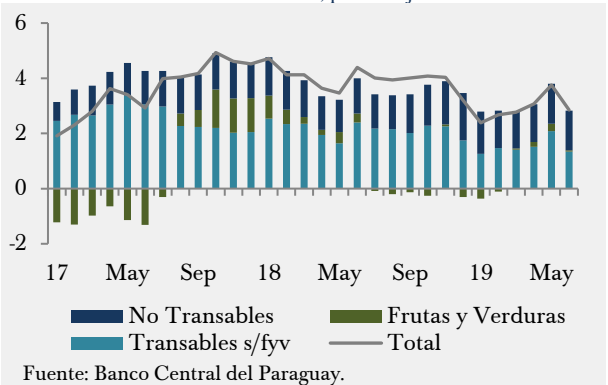
En el periodo de análisis, en la agrupación de alimentos se registraron aumentos de precios, principalmente en carne vacuna, de cerdo y de aves. Estos incrementos fueron compensados por disminuciones de precios de los productos frutihortícolas, acompañados por reducciones en carne de pescado, productos lácteos y huevos.

Con relación a los bienes y servicios administrados, los mismos mostraron una variación interanual promedio de 3,8%, levemente por debajo del 3,9% observado durante el primer trimestre del año 2019. No obstante, entre abril y junio se destacan las subas en pasaje urbano e interurbano. Entre tanto, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,3% (2,6% durante el primer trimestre del 2019) (gráfico III.13).

Gráfico III.15

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Por otra parte, dentro de los bienes no transables, sobresalen los incrementos en los precios de los servicios ligados a la educación, salud, alquileres, servicios para el mantenimiento y cuidado del hogar, pasaje aéreo, alimentos consumidos fuera del hogar, y servicios de cuidado personal, entre otros. (gráficos III.14 y III.15).

Asimismo, como se señaló previamente, en el segundo trimestre los bienes duraderos de origen importado, mostraron aumentos durante el periodo, debido principalmente a la depreciación del tipo de cambio nominal, observada durante gran parte del segundo trimestre. (gráfico III.16).

En referencia al comportamiento de los bienes derivados del crudo, durante el segundo trimestre se subraya el aumento en los precios de los combustibles (naftas, gasoil, y gasoil

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

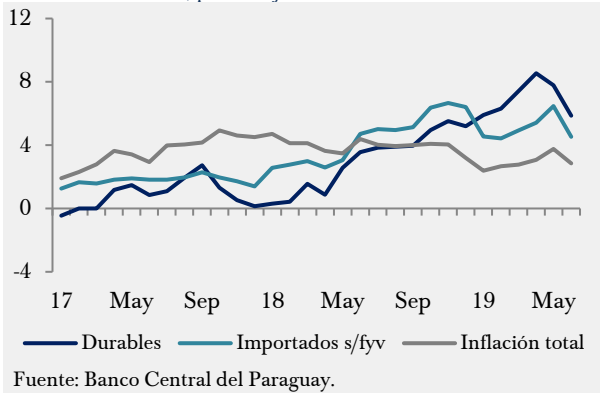


Gráfico III.17
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

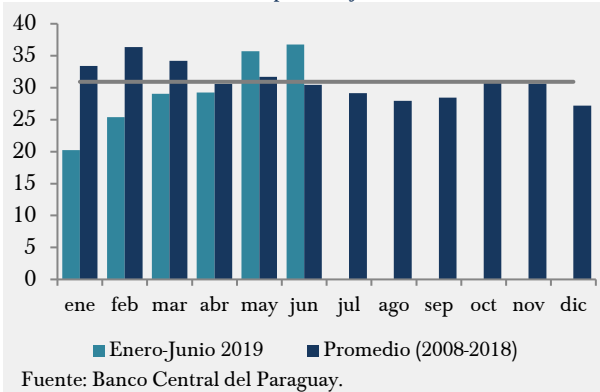


Gráfico III.18
Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



aditivado), los cuales fueron presionados al alza por la cotización del crudo a nivel internacional en el periodo de análisis.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 33,9%, superior al promedio observado entre enero y marzo 2019 que fue de 24,9%, y también mayor al promedio histórico de 30,9% (gráfico III.17).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), entre febrero y mayo, registró un aumento de 4,8%, explicado fundamentalmente por el aumento fuerte del precio de la carne de cerdo, como resultado del brote de la fiebre porcina africana en China. En menor medida, se ha observado también una suba de los precios de la carne vacuna, aceite, azúcar y del precio del petróleo (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de junio, se ubican en 4% para el cierre del año 2019. Asimismo, tanto para los próximos 12 meses como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes también esperan una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación de mediano plazo establecido por el Banco Central del Paraguay.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de marzo, la actividad económica global ha seguido mostrando signos de moderación, en medio de una creciente incertidumbre. En ese contexto, los pronósticos de crecimiento de las principales economías se han recortado. En la región, las condiciones económicas en Argentina y Brasil siguen siendo débiles por lo que las proyecciones también han sido revisadas nuevamente a la baja.

Respecto al último informe, el crecimiento mundial previsto tuvo un ajuste menor en el 2019 (-0,1 p.p.) y se mantiene para el año 2020 en 3,3% (tabla IV.1). Sin embargo, continúa la incertidumbre respecto al desenlace de la guerra comercial, cuya continuidad representa un sesgo a la baja en los pronósticos de crecimiento.

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento del PIB para el 2019 se revisaron al alza (0,1 p.p.) al ubicarse en 2,5%. En el 2020 se prevé una menor expansión del PIB (1,8%). En la Eurozona, se mantiene la previsión de que crecerá 1,2% en 2019, y se corrigió hacia abajo el pronóstico de 2020 (1,3%). En China, la estimación de crecimiento para el 2019 se mantuvo en 6,2% y se prevé un crecimiento inferior en 2020 (6%).

En cuanto a las economías de la región, se prevé un menor crecimiento del PIB respecto a los señalado en el IPoM de marzo. Para Brasil, se estima una baja importante en el crecimiento para el 2019 (1 p.p.), por lo que se estima un aumento de 1% del PIB. Así también, se prevé una expansión de 2,2% para el próximo año (-0,3 p.p.). Por su parte, para Argentina se prevé una contracción económica de -1,2% en el 2019 (-0,2% IPoM anterior) y la recuperación de la actividad económica en 2020 (2,5%) En línea con ello y como fue señalado en el IPoM de marzo, el impulso externo hacia la economía doméstica será menor a lo observado en los últimos años. Así, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los socios comerciales se ubican por debajo de las previstas en el IPoM anterior (tabla IV.1).

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

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

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se espera una tasa de inflación marginalmente mayor con relación a la prevista en el IPoM de marzo. Así, la inflación se ubicaría en torno a 1,9% en el 2019 (1,8% informe anterior), y en torno a 2,1% en el 2020. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 1,7% y 2,0% respectivamente. Por otro lado, en la Eurozona, la inflación prevista para el 2019 es de 1,3%, similar al esperado en el IPoM de marzo, y en el 2020 se ubicaría en 1,4%.

En la región, se incrementó de manera importante la expectativa de inflación de 2019 en Argentina, situándose en 40,1%, por encima del 32,1% esperado en el IPoM anterior. Para el año 2020, la inflación esperada es de 26,9%. Por otro lado, Brasil espera una inflación de 4,0% en el 2019, ligeramente superior al 3,9% previsto en el informe de anterior. Por su parte, para el 2020 se espera una inflación de 4,0%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 2,325% en el 2019, por debajo a lo previsto en el IPoM anterior (2,55%). Para el 2020, el rendimiento estimado es 2,1%. Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, las estimaciones indican que se ubicaría en el 2019 en promedio en 2,375% anual, lo que significa un aumento más gradual respecto al 2,925% esperado en el IPoM de marzo. Para el año 2020 se espera que el rendimiento promedio se encuentre en torno a 2,525% anual.

En el escenario doméstico, el pronóstico de crecimiento del PIB se ajustó de 3,2% a 1,5%, considerando la dinámica reciente y las perspectivas para los distintos sectores de la economía. Por el lado de la oferta, la corrección se explica en gran parte por el sector secundario (manufactura y generación de electricidad) y en menor medida por el sector primario (agricultura y ganadería) y el terciario (comercio) (tabla IV.2). En cuanto al sector de las construcciones, si bien el desempeño ha sido débil en los primeros meses del año, se prevé un mayor dinamismo en el segundo semestre, a medida que el plan de reactivación económica anunciado por el gobierno se implemente conforme al cronograma establecido. Desde la

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

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

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	3,1	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,7	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	3,0	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,6	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

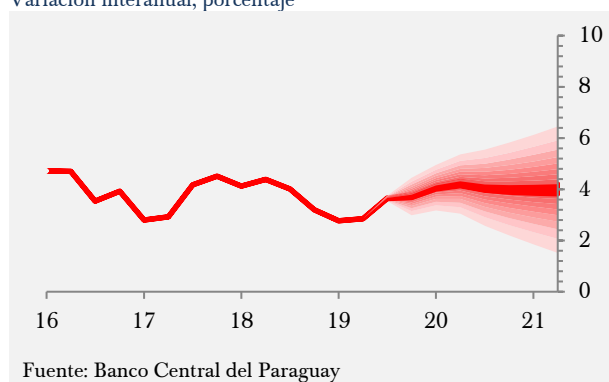
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2021

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



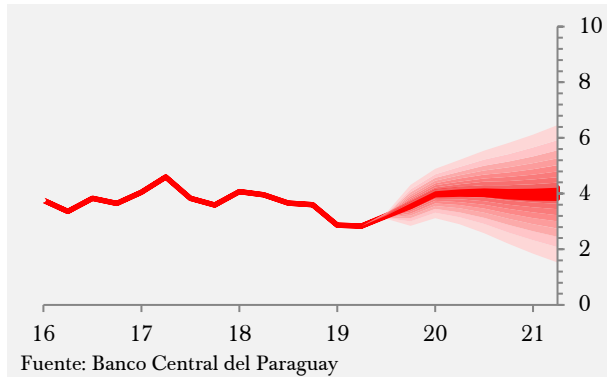
perspectiva del gasto, el ajuste se debió fundamentalmente al recorte del crecimiento de la demanda interna, específicamente del consumo privado y la inversión, mientras que, la expansión del consumo público fue revisada al alza. Por otro lado, la demanda externa neta también fue corregida a la baja, debido al recorte mayor de la tasa de variación de las exportaciones con relación a la de las importaciones (tabla IV.3).

En cuanto a la inflación total, el pronóstico para el 2019 se ha revisado a la baja de 3,9% a 3,7%. Por su parte, la proyección de inflación subyacente se redujo de 3,7% a 3,6% (tabla IV.4). Por un lado, estos ajustes se explican por una brecha (negativa) del producto doméstico que actualmente es más pronunciada, respecto a la prevista en el informe anterior. Por otro lado, las presiones sobre el tipo de cambio se han moderado en las últimas semanas y se espera que este escenario persista en los próximos meses teniendo en cuenta el sesgo más acomodaticio de la política monetaria de la Reserva Federal. En este contexto, los supuestos con relación a la depreciación esperada se han relajado, lo cual también explica el recorte de los pronósticos. Adicionalmente, los datos observados de inflación del segundo trimestre, si bien se han incrementado respecto al trimestre anterior, se han situado levemente por debajo de lo estimado en el IPoM de marzo. Conforme a la trayectoria más probable de las variables macroeconómicas externas e internas, la inflación convergerá gradualmente a la meta en el 2020 y se mantendrá en torno a la misma en el horizonte de política monetaria (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

En el plano internacional persiste el sesgo a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía global, particularmente derivado de la incertidumbre con respecto al desenlace del impase comercial entre Estados Unidos y China. La tregua acordada a fines del mes de junio, si bien fue una buena noticia, los mercados son conscientes que el proceso de negociación todavía se encuentra en una fase complicada. Si bien en Estados Unidos, los registros actuales del sector real lucen aún robustos, la inflación se ha reducido, la posibilidad de desaceleración del crecimiento para los próximos años no deja de ser relevante. Asimismo, en la Eurozona los datos de inflación no han repuntado, en medio de la

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



desaceleración de la actividad económica. En este contexto de ralentización de la actividad económica global, los principales bancos centrales han dado un giro hacia una orientación más acomodaticia de su política monetaria. En cuanto a la Fed, hay una expectativa casi generalizada con relación a un recorte de las tasas de interés referenciales en la reunión de julio. En la misma línea, los representantes del BCE se han mostrado más proclives a proporcionar un estímulo monetario mayor a la Eurozona. Otra fuente de riesgo importante que se mantiene latente hace referencia al proceso de salida de Gran Bretaña de la Unión Europea (*Brexit*).

Por un lado, el panorama más complejo para la economía mundial implicaría un menor impulso de la demanda externa para los países exportadores, pudiendo afectar a la economía doméstica de manera directa o indirectamente (por el debilitamiento de los socios comerciales). Por otro lado, el sesgo más expansivo de la política monetaria de los principales bancos centrales representa para las economías emergentes unas condiciones financieras internacionales más laxas (respecto a las esperadas anteriormente) y menores presiones a la baja para sus monedas. Este escenario, potencialmente podría ofrecer a estas economías (en particular a Paraguay) un mayor margen para implementar acciones de política económica que estimulen a la demanda interna.

Entre las economías emergentes, aunque se prevé que la economía china siga creciendo, se mantiene la incertidumbre en relación a las perspectivas de crecimiento. Si bien los riesgos a corto plazo se han moderado con la tregua acordada recientemente, en caso de que la disputa comercial se intensifique, una desaceleración más pronunciada que la prevista, podría afectar la evolución futura de los precios de las materias primas relevantes para Paraguay.

En Brasil, la recuperación de la actividad económica se ha frenado en meses recientes, en medio de la desaceleración global y la incertidumbre respecto a las reformas necesarias para reencausar el deteriorado panorama fiscal. Sin embargo, un avance importante fue la reciente aprobación de la reforma previsional (aunque con modificaciones al proyecto del oficialismo) por parte de la Cámara de Diputados. Este nuevo contexto luce más promisorio para las perspectivas de crecimiento de la

economía brasileña, como así también para mantener o fortalecer el valor de su moneda (respecto al dólar). En el caso de Paraguay, estos desarrollos podrían favorecer a la actividad económica local, particularmente al desempeño del comercio en las zonas fronterizas.

En Argentina, la actividad económica y el mercado laboral continúan en una situación frágil. Asimismo, el panorama permanece complejo por la inestabilidad política y los riesgos que de ella se derivan con relación a la continuidad del proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos. No obstante, un aspecto positivo respecto a lo señalado en el IPoM anterior es la estabilización del mercado cambiario, registrándose incluso una apreciación del peso desde mediados del mes de junio. Esta apreciación del peso y la inflación elevada en Argentina pueden contribuir a minimizar los diferenciales de precios entre las ciudades fronterizas, lo cual podría beneficiar al comercio en las zonas limítrofes. Luego de los comicios electorales, se tendrá un escenario más claro para las perspectivas macroeconómicas del país vecino, que en alguna medida serán relevantes para los pronósticos de crecimiento de la economía local.

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

Recuadro I: Medidas de reactivación económica

Introducción

El menor dinamismo de la actividad económica observado desde la segunda mitad del 2018 ha persistido durante los primeros meses del 2019, agudizado por las condiciones climáticas adversas, que han afectado a la agricultura, a la ganadería, a las construcciones y a la generación de energía eléctrica. Adicionalmente, las condiciones económicas a nivel global, y particularmente en la región, han permanecido con un alto grado de incertidumbre. En este contexto, los distintos indicadores por el lado de la demanda también han seguido perdiendo fuerza en los últimos meses.

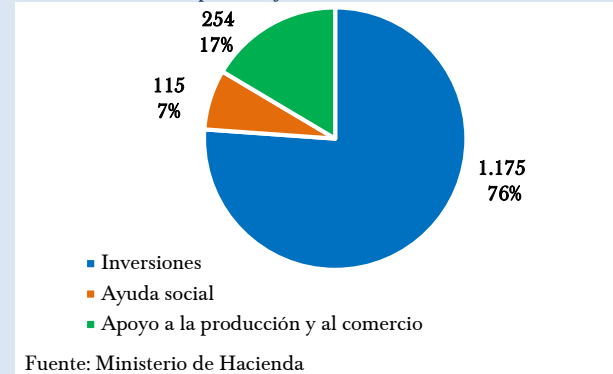
Con el objetivo de atenuar el impacto de los distintos choques, a principios de marzo, el Equipo Económico Nacional (EEN) había acordado priorizar la inversión en infraestructura, previendo un nivel cercano a USD 900 millones de dólares para el ejercicio 2019, aproximadamente 12% superior al nivel registrado en el 2018. En ese contexto, el Banco Central del Paraguay (BCP) también adoptó una posición más acomodaticia, con la reducción de su tasa de política monetaria en los meses de febrero y marzo. Adicionalmente, el Banco Nacional de Fomento (BNF) había recortado sus tasas de interés y ampliado los plazos para los créditos destinados a las microempresas (ver recuadro I del IPoM de marzo 2019).

En la misma línea, a inicios del mes de junio, las autoridades económicas anunciaron un paquete más amplio de acciones inmediatas con el fin de imprimir una mayor dinámica a la economía, especialmente durante el segundo semestre.

El paquete de medidas contempla una inyección total de USD 1.543,5 millones, que serán canalizados para i) acelerar las inversiones con alto impacto en el empleo, ii) ampliar la ayuda y protección social y iii) proporcionar apoyo a la producción y al comercio⁴ (gráfico I).

Gráfico I
Medidas de reactivación económica

Millones de dólares, porcentaje



Inversiones con alto impacto en el empleo

Bajo este primer eje se prevé una inversión en torno a USD 1.175 millones (76% del total), de los cuales, casi la mitad (USD 572 millones) será destinada a las obras viales, entre ellas la ampliación y duplicación de las rutas 2 y 7, habilitación y mantenimiento de la ruta 9, impulso a la ejecución del corredor bioceánico y para la firma de contrato de la costanera sur (concretada el 10 julio). Otro monto importante (USD 234,6 millones) será canalizado para el mejoramiento del sistema de generación, distribución y transmisión de energía eléctrica. El importe restante será destinado para el desarrollo educativo (TICS, formación docente y reparación de escuelas), a la licitación del proyecto de puente internacional Carmelo Peralta, a la construcción de viviendas sociales, al mejoramiento de infraestructura y equipamiento de las unidades de salud familiar y hospitales, entre otros (gráfico II).

⁴ <http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/index.php?c=972&n=11474>

Gráfico II Inversiones

Millones de dólares

USD 572 millones <i>Aceleración en ejecución de red de rutas y caminos</i>	Se ampliarán y duplicarán las rutas 2 y 7 y se habilitará y hará mantenimiento de la ruta 9; impulso a la ejecución de bioceánico y Firma de Contrato de Costanera Sur; construcción y mejoramiento de alcantarillados, rutas y caminos vecinales; otros proyectos MOPC
USD 234 millones <i>Política energética</i>	Mejoramiento del sistema de generación, distribución y transmisión de energía eléctrica
USD 95 millones <i>Desarrollo educativo.</i>	TICS y formación docente; reparación de 822 escuelas
USD 274 millones <i>Paraguay Conectado</i>	Licitación del Proyecto del Puente Internacional Carmelo Peralta; inversiones sociales; viviendas sociales, inversiones departamentales y municipales; mejoramiento de infraestructura de hospitales, otros.

Fuente: Ministerio de Hacienda

Ayuda y protección social

En este apartado se estima una inyección cercana a los USD 115 millones, que serán destinados fundamentalmente a los programas de apoyo financiero para la compra de 3.000 viviendas a los sectores más vulnerables, como así también para la entrega de insumos y un bono productivo a más de 40.000 familias del campo. En menor medida, también serán destinados recursos en la forma de bono alimentario a más de 30.000 familias afectadas por las inundaciones por un periodo de tres meses, además de que se prevé realizar una transferencia monetaria adicional a 157.000 familias bajo el programa Tekoporá, entre otros puntos (gráfico III).

Gráfico III Ayuda y protección social

Millones de dólares, porcentaje

USD 39 millones <i>Apoio a la compra de vivienda</i>	Se dará apoyo financiero para la compra de 3 mil viviendas a los sectores más vulnerables
USD 29 millones <i>Bono Campesino</i>	Entrega de insumos y un bono productivo a más de 40 mil familias del campo
USD 15 millones <i>Créditos</i>	A través del CAH se renovararán créditos para zonas afectadas por inundaciones y se aumentará la disponibilidad de los distintos productos financieros.
USD 6,5 millones <i>Transferencia adicional para Tekoporá</i>	157 mil familias recibirán una transferencia monetaria complementaria
USD 6 millones <i>Bono alimentario</i>	Más de 30 mil familias afectadas por las inundaciones recibirán un bono de alimentario por tres meses

Fuente: Ministerio de Hacienda

Apoyo a la producción y comercio

Bajo este concepto se pretende suministrar, en la forma de créditos, cerca de USD 254 millones para el sector productivo, para viviendas y para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES) a través de las diferentes instituciones financieras públicas: Banco Nacional de Fomento (BNF), Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), Crédito Agrícola de Habilitación (CAH) y el Fondo Ganadero (FG). En este contexto, la AFD ha puesto a disposición una línea de crédito de 100 millones de dólares para el refinanciamiento de créditos del sector agropecuario. Por su parte, el BNF habilitó una línea de financiamiento de 100.000 millones de guaraníes para un nuevo producto financiero focalizado a las MIPYMES y otros 100.000 millones de guaraníes destinados al refinanciamiento de las deudas de pequeños productores⁵.

Paralelamente, en esta figura se engloban las otras medidas que no implican una provisión de fondos, pero que de igual manera podrían contribuir favorablemente al desempeño de la actividad económica en el corto plazo. Aquí se contempla la reducción de aranceles a la

⁵ <http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/index.php?c=972&n=11506>

importación de bienes de capital (maquinarias y equipos) por seis meses, el aumento del cupo de compras y la habilitación de tiendas libres de impuestos en las zonas fronterizas (en estudio actualmente), la ampliación de la lista de productos que pueden ser ingresados bajo el régimen de turismo, entre otras acciones.

En lo referente al BCP, además del recorte de la tasa de política monetaria, recientemente ha aprobado una serie de medidas transitorias de apoyo a los sectores económicos más afectados por las condiciones climáticas adversas.

Una de las primeras Resoluciones fue la N° 5, Acta N° 24, del 5 de abril, a través de la cual se dispuso, entre otros puntos, como medida transitoria hasta el 30 de setiembre de 2019 que las entidades financieras podrán dejar de considerar las pérdidas comprobables derivadas del déficit hídrico como “debilidades financieras transitorias” o como “dudas razonables sobre el reembolso del crédito”, al efecto de la clasificación del riesgo que correspondiere, de aquellos préstamos otorgados a los sectores vinculados a la actividad agrícola. Esta resolución permitirá a los deudores del sector agrícola, afectados recientemente por el clima, mantener su perfil crediticio dentro del sistema financiero, lo cual les coloca en una posición más favorable para seguir obteniendo financiamiento, con relación a un escenario sin esta medida transitoria.

Posteriormente, en fecha 11 de junio, mediante la Resolución N°14, Acta N°42, el BCP estableció un régimen especial de encaje legal en moneda extranjera que estará vigente entre los meses de julio y diciembre de 2019. Bajo este esquema temporal las entidades financieras podrán disponer hasta un máximo de 2% del encaje legal, aplicado sobre los depósitos a la vista y de 2 a 360 días, para la concesión de créditos, renovación, refinanciación o reestructuración de las carteras destinadas a los sectores agrícola y ganadero, afectados por las inundaciones (tabla I). A la fecha de implementación de esta medida, el recurso disponible bajo el encaje especial se ubicó en torno a los USD 80 millones.

Tabla I
Encaje legal en moneda extranjera

Porcentaje	
Tasa de encaje sobre depósitos a la vista y de 2 hasta 360 días	
Encaje legal	22%
Encaje especial	2%
Total	24%

Fuente: Banco Central del Paraguay

En la misma fecha (11 de junio), el BCP también aprobó la Resolución N°15, Acta N°42, que establece como medida transitoria, de manera excepcional y previo estudio de cada caso en particular, que los bienes, muebles e inmuebles, adjudicados o recibidos en pago por créditos al sector productivo en el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2018 y 31 de mayo del 2020 inclusive, sean enajenados hasta en un plazo de dos años y ocho meses por las entidades financieras. Básicamente, la medida implica contar con plazos más largos para la venta. De esta manera, las entidades financieras tienen la posibilidad de vender los bienes en condiciones económicas más favorables y mantener el valor de los activos.

Tabla II
Plazos y previsión

Plazos	Porcentaje de previsión
2 años y 9 meses	10%
2 años y 11 meses	20%
3 años y 1 mes	30%
3 años y 3 meses	40%
3 años y 5 meses	50%
3 años y 7 meses	60%
3 años y 9 meses	70%
3 años y 11 meses	80%
4 años y 1 meses	90%
4 años y 3 meses	100%

Fuente: Banco Central del Paraguay

Más recientemente, en la Resolución N°10, Acta N° 43 del 14 de junio, los términos de la Resolución N°5, que aplicaban solamente a los sectores vinculados al sector agrícola, se extendieron también al sector ganadero, que ha sido afectado por las inundaciones.

Comentarios finales

Los resultados económicos débiles del primer semestre, si bien eran previsibles por la alta base de comparación y el menor ritmo de expansión observado hasta finales del 2018, ha sido mayor a lo esperado, particularmente debido al impacto de las condiciones climáticas adversas y un escenario externo (y regional) que se

mantuvo complicado. La sequía en la época del cultivo de la soja (en el cuarto trimestre del 2018) afectó significativamente el volumen de producción por la caída del rendimiento, a lo que se sumó también la caída del precio de los *commodities* en los mercados internacionales. Asimismo, la sequía en la cuenca del río Paraná (en el lado brasileño) redujo el caudal hídrico, influyendo negativamente en la generación de electricidad. Sin embargo, en el 2019, el choque adverso tuvo que ver con las inundaciones, que afectó principalmente al sector ganadero, como así también impidió la normal ejecución de las construcciones públicas y/o privadas.

En este escenario, las autoridades económicas han anunciado una serie de acciones para atenuar el impacto de los choques negativos. En la medida que los planes sean ejecutados conforme a lo previsto (y el efecto estadístico positivo por la menor base de comparación), las tasas de crecimiento podrían mejorar en el segundo semestre.

Recuadro II: Metodología de cálculo de la inflación núcleo en Paraguay

Introducción

La estabilidad de los precios de la economía es, por lo general, el rol fundamental de los Bancos Centrales y, en particular, es uno de los objetivos principales del Banco Central del Paraguay (BCP). En mayo del 2011, el BCP adoptó el esquema de metas de inflación con el propósito de mejorar el manejo de la política monetaria. En la mayoría de los casos, como así también del BCP, el cumplimiento de la meta es evaluado de acuerdo a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Si bien la meta se define en función al IPC, este indicador contiene precios de productos que son muy afectados por choques de oferta, y, por lo tanto, puede no representar adecuadamente, al menos en el corto plazo, la dinámica de la inflación de tendencia, que finalmente es la relevante para la toma de decisiones de política monetaria. Por este motivo, se hace importante distinguir entre cambios permanentes y transitorios en los niveles de precios, así como separar a los cambios debido a variaciones en los precios relativos de los cambios debido a variaciones en el nivel general de precios. La literatura económica (Lucas, 1973) establece que la variación en el precio de cada rubro i del IPC ($\pi_{i,t}$) está conformada por un componente tendencial común ($\bar{\pi}_t$) y un componente individual y transitorio ($\varepsilon_{i,t}$).

$$\pi_{i,t} = \bar{\pi}_t + \varepsilon_{i,t}$$

La inflación núcleo es, por tanto, el nombre general que recibe todo indicador construido con la intención de revelar el componente tendencial común en la variación de los precios de los distintos rubros del IPC. Debido a que el componente tendencial es inobservable, en la literatura se han diseñado diferentes metodologías para estimarlo. Una de las medidas más comunes de inflación tendencial son las llamadas medidas de exclusión, las cuales extraen del cálculo de inflación a los componentes de la canasta considerados más “volátiles” o susceptibles de ser afectados por shocks exógenos a la política monetaria. Dos ejemplos de este tipo de medidas, calculadas y publicadas regularmente por el BCP, son la inflación subyacente (que excluye a los rubros de frutas y

verduras) y la inflación subyacente X1 (que además de excluir a las frutas y a las verduras, también excluye a los combustibles y a los servicios tarifados).

No obstante, el Banco Central también estima el componente tendencial de la inflación a través de métodos estadísticos, dando como resultado 4 medidas diferentes (con sus respectivas variaciones). Las mismas son sintetizadas en un solo indicador, conocido como el IPC Núcleo, el cual se publica regularmente en los informes de inflación y de política monetaria. A continuación, se explica cada uno de estos componentes en detalle.

Inflación Núcleo en Paraguay

En Paraguay se calculan diferentes medidas de inflación núcleo, las cuales pretenden reflejar la tendencia de la inflación total y convertirse así en fuente de información útil y precisa para la toma de decisiones de política monetaria. El IPC Núcleo, como se lo denomina regularmente, es, en adición a la inflación subyacente e inflación subyacente X1, uno de los indicadores más observados y analizados por las autoridades del BCP. El mismo es el promedio aritmético de cuatro medidas de inflación núcleo distintas, todas con sus respectivas metodologías. Las cuatro medidas son:

1. IPC exclusión o IPC-EX
2. IPC doble ponderación o IPC-DP
3. Media truncada o IPC-MT, con sus variaciones simétrica y asimétrica.
4. Media truncada suavizada o IPC-MTS, con sus variaciones simétrica y asimétrica.

A continuación, se explican las metodologías para el cálculo de estas medidas.

IPC exclusión o IPC-EX

Este índice se obtiene excluyendo de la canasta familiar a aquellos grupos que presentan mayor volatilidad. La volatilidad de los grupos se estima mediante la desviación estándar relativa de las variaciones mensuales de los índices de precios de los diferentes grupos a lo largo de

un periodo determinado⁶. Se excluyen de la canasta aquellos grupos con desviación estándar relativa superior a dos. En Paraguay, el periodo utilizado para el cálculo de la desviación estándar es una muestra de ventana expansible que inicia en diciembre de 2007 y se actualiza cada doce meses. De esta manera, los grupos excluidos pueden variar de un año a otro dependiendo del resultado de su desviación estándar relativa calculada hasta el fin del año inmediatamente anterior. Los grupos considerados más volátiles bajo esta definición, a diciembre del 2018, son los siguientes: carnes, pescados, frutas, hortalizas, azúcares, vehículos, servicio postal, turismo, educación pre-escolar y protección social. Al excluirse estos grupos, se reponderan los restantes de la canasta y se usan los nuevos pesos para el cálculo del índice.

Gráfico I IPC general e IPC-EX

Variación interanual, porcentaje



IPC doble ponderación o IPC-DP

Este índice se obtiene reponderando los grupos de la canasta familiar de acuerdo a su volatilidad. La volatilidad en este caso se estima utilizando la desviación estándar relativa de las variaciones mensuales de los índices de precios de los diferentes grupos durante los últimos doce meses. La reponderación de los pesos se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\tilde{w}_{i,t} = \frac{1/\sigma_{i,t}}{\sum_{i=1}^n 1/\sigma_{i,t}} w_{i,t}$$

⁶ Desviación estándar de las diferencias entre la variación mensual de cada grupo y la variación mensual del IPC general.

Donde:

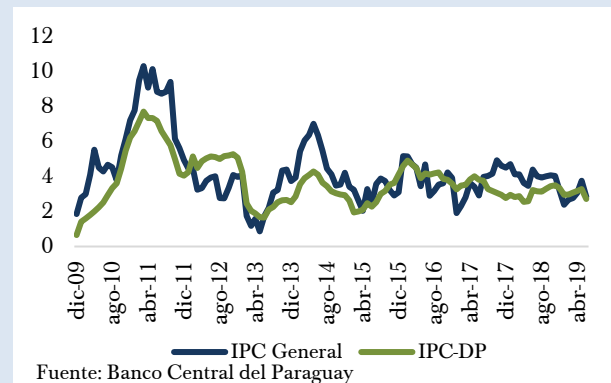
$\tilde{w}_{i,t}$: peso nuevo del grupo i en el periodo t

$\sigma_{i,t}$: desviación estándar relativa de las variaciones mensuales de los índices de precios del grupo i de los últimos doce meses

$w_{i,t}$: peso original del grupo i en el periodo t calculado como el cociente entre el monto gastado en el grupo i y el total del costo de la canasta en ese periodo.

Gráfico II IPC general e IPC-DP

Variación interanual, porcentaje



Media truncada o IPC-MT

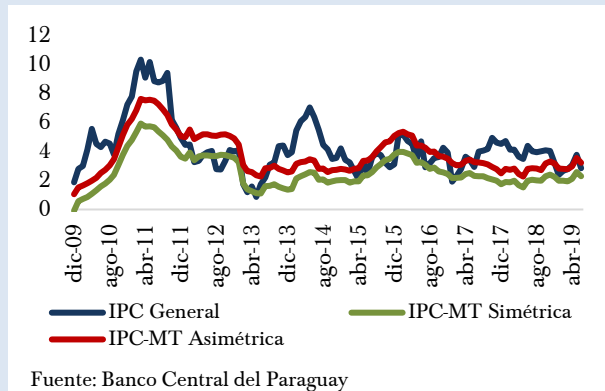
Debido a la elevada curtosis, relativa a la distribución normal, que presenta la distribución de las variaciones mensuales de precios de los 56 grupos componentes de la canasta del IPC, para calcular este índice, se procede a eliminar las observaciones extremas de la distribución. Este indicador resulta robusto además de presentar una menor varianza que la de la inflación total. Luego de analizar la curtosis de la distribución de los componentes del IPC a nivel de grupos, se elimina una parte de las menores y mayores variaciones mensuales de precios de la distribución de variaciones de precios de los cincuenta y seis grupos de la canasta familiar. La eliminación se hace de dos maneras, como se describe a continuación.

1. *De manera simétrica*: se elimina el 20% de las observaciones extremas, de ambos lados de la distribución, quedando el 60% de las observaciones centrales para el cálculo del índice resultante. Luego, se reponderan los grupos restantes de la canasta y se usan los nuevos pesos para el cálculo del índice.

2. De manera asimétrica: se eliminan las observaciones extremas de la distribución de manera asimétrica, hasta tanto el índice resultante no presente sesgo con respecto al índice general. De esta manera, el nivel de truncamiento óptimo que minimiza la volatilidad y a su vez elimina el sesgo con respecto a la inflación total es el de excluir el 40% de las observaciones extremas de la siguiente manera: el 24% de las variaciones de precios son excluidas del extremo inferior de la distribución y el 16% de las variaciones de precios son excluidas del extremo superior de la distribución.

Gráfico III
IPC general e IPC-MT

Variación interanual, porcentaje



Media truncada suavizada o IPC-MTS

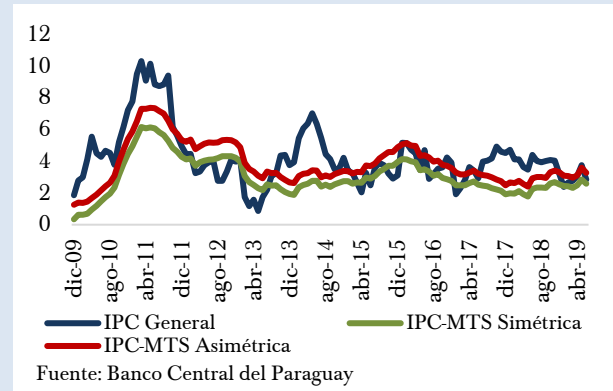
Este índice, al igual que el anterior, se obtiene tras eliminar el 20% de las observaciones extremas de ambas colas de la distribución de variaciones de precios. No obstante, antes de realizar el truncamiento, se suavizan las variaciones infrecuentes de precios dividiéndolas en doce parcelas iguales que luego se distribuyen en el mes en que ocurren y en los once meses siguientes. En Paraguay, se consideró que los nueve grupos que presentan variación infrecuente son: servicios de electricidad y combustible para el hogar, transporte público, vacaciones y turismo, gastos en educación preescolar y primaria, gastos en educación secundaria, gastos en educación post secundaria, gastos en educación terciaria, gastos en otros cursos y estudios, seguros.

Una vez suavizadas las variaciones infrecuentes, al igual que con el IPC-MT, el truncamiento se realiza de las dos maneras ya explicadas previamente.

1. De manera simétrica.
2. De manera asimétrica.

Gráfico IV
IPC general e IPC-MTS

Variación interanual, porcentaje

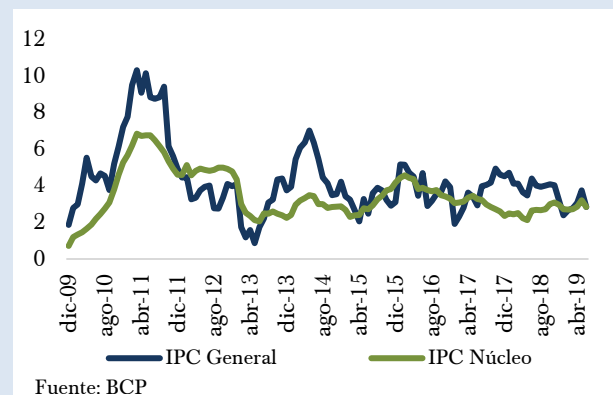


Conclusión

Los Bancos Centrales, para cumplir con sus objetivos de política monetaria, están interesados en determinar la variable inobservable de la tendencia de la inflación, definida como el componente común y no transitorio de la variación de precios de los diferentes componentes de la canasta del IPC. En Paraguay, además de las medidas típicas de exclusión (subyacente y subyacente X1), se calcula el IPC Núcleo, que es la media aritmética de cuatro indicadores diferentes de inflación núcleo.

Gráfico V
IPC general e IPC Núcleo

Variación interanual, porcentaje



El índice núcleo resultante posee ciertas propiedades deseables, útiles para la toma de decisiones de política monetaria. Entre ellas están: menor volatilidad que la

inflación total, menor grado de curtosis, incesgidez con respecto a la inflación total (medias no estadísticamente distintas entre sí) y una correlación positiva con las variaciones de la inflación total (Tabla I).

Tabla I
Medidas de inflación núcleo (variaciones mensuales)
Estadísticas descriptivas

Indicador	Media	Desviación Estándar	Asimetría	Curtosis	Correlación con la inflación total
IPC-EX	0,3	0,3	1,9	10,8	0,3
IPC-DP	0,3	0,3	1,6	8,4	0,6
IPC MT Simétrica	0,2	0,2	1,3	6,6	0,6
IPC MT Asimétrica	0,3	0,2	1,6	6,5	0,6
IPC MTS Simétrica	0,3	0,2	1,3	4,8	0,6
IPC MTS Asimétrica	0,3	0,2	1,4	5,2	0,6
IPC Núcleo	0,3	0,2	1,6	7,2	0,6

Fuente: Banco Central del Paraguay

Glosario

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

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

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

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

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

PIB socios comerciales: corresponde al crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de Paraguay ponderados por su participación en las exportaciones totales.

PIB socios Mercosur: corresponde al crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay que se encuentran dentro del Mercosur, ponderados por su participación en las exportaciones totales al Mercosur.

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

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

Informe de Política Monetaria
Junio 2019



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay