



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo
2015

BCP © Derechos Reservados 2015



Banco Central del Paraguay



Banco Central
del Paraguay

Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	8
I. Entorno Internacional y Regional	11
II. Mercados Financieros	17
III. Escenario Doméstico	20
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	27
Recuadro I	31
Poder de compra de las exportaciones	
Recuadro II	35
Transmisión de tasas de interés:	
Evidencia para Paraguay	
Glosario	39

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 31 de marzo. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

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

Objetivo

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

Meta de inflación

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

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Banco Central
del Paraguay

Resumen Ejecutivo

Desde la publicación del último IPoM, se mantiene la divergencia en el ritmo de recuperación entre las economías. En los países desarrollados, las expectativas de crecimiento tanto para Estados Unidos como la Eurozona se han corregido levemente al alza. Sin embargo, en las economías emergentes continúa agravándose la debilidad de la actividad económica. En el ámbito regional, las proyecciones de crecimiento han sido revisadas considerablemente a la baja, en parte, por la continuidad en la caída de los precios de *commodities*, además de factores coyunturales que afectan a algunos países de la región. Sin embargo, pese a la debilidad de la demanda externa, sobre todo de los principales socios comerciales de Paraguay, en la economía doméstica se mantiene el importante impulso observado en los últimos años, al tiempo que la inflación permanece controlada.

La recuperación de la actividad económica en Estados Unidos mantiene una dinámica favorable, a pesar del menor crecimiento en el cuarto trimestre del 2014 respecto del anterior. Sin embargo, este comportamiento ya había sido internalizado por los mercados. Por otra parte, el fortalecimiento del dólar se debe, en parte, a la sostenida recuperación de su economía y a las medidas de política tomadas por el Banco Central Europeo (BCE). No obstante, los niveles de inflación permanecen bajos, por lo que, las perspectivas señalan que el proceso de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed), se vería postergado para la segunda mitad del año con un ajuste más gradual de lo previsto.

En la Eurozona, pese a que la actividad económica aún permanece débil, en el cuarto trimestre se verificó una leve recuperación, lo que llevó a que las expectativas de crecimiento para los próximos años sean ligeramente mayores a las previstas anteriormente. Sin embargo, en vista de que persiste la trayectoria descendente de la inflación y permanece en terreno deflacionario, el BCE ha iniciado un programa de expansión de política monetaria a través de la compra de activos del sector público.

En China, aunque los datos del cuarto trimestre mostraron un dinamismo importante, las perspectivas de expansión se han moderado. Este ajuste en las expectativas de crecimiento se debió principalmente a las presiones deflacionarias, las debilidades del sector inmobiliario, y a la desaceleración de la inversión y de la producción industrial, los cuales constituyen riesgos para la actividad económica. Por su parte, en línea con los últimos datos efectivos y las previsiones de crecimiento más moderadas, el gobierno chino redujo la meta de crecimiento económico de 7,5% a 7% anual.

En la región, Brasil continuó mostrando debilidades en su actividad económica durante el último trimestre del año anterior. A pesar de ello, la inflación se aceleró a principios del 2015 como consecuencia de la depreciación del real y los incrementos en precios administrados, este último como resultado del plan de mejora de las cuentas fiscales. En ese sentido, el Banco Central de Brasil (BCB) continuó con el proceso de ajuste monetario, incrementando la tasa Selic en 100 puntos básicos (p.b.) en los últimos meses hasta ubicarla en 12,75% anual. En línea con una actividad débil y una política económica (fiscal y monetaria) más restrictiva, se espera una contracción para el presente año y un impulso menor para el 2016 respecto del último IPoM. Por otra parte, en Argentina persiste el deterioro de la actividad económica al tiempo que la inflación se mantiene en niveles elevados.

En el contexto doméstico, la actividad económica y la demanda interna continuaron con su buena dinámica en el cuarto trimestre del 2014. En dicho periodo, el Producto Interno Bruto (PIB) creció a una tasa anual de 5,8%, mayor a la observada en el trimestre previo (4,2%), explicada por los mejores resultados del sector servicios, la industria y las construcciones. Dado que persiste la caída en la generación de energía eléctrica por las binacionales y el lento crecimiento de la agricultura, el PIB sin agricultura y sin binacionales sigue creciendo a tasas superiores al total, 8,9% en el cuarto trimestre (6,7% en el tercer cuarto). Consistente con estos datos, la demanda interna creció a una tasa del 7,4%, impulsada principalmente por el consumo privado y las inversiones.

Con respecto al comportamiento de los precios, la inflación interanual ha seguido con su trayectoria descendente ubicándose en 2,6% en marzo (4,2% en diciembre de 2014). Asimismo, la inflación mensual ha comenzado a reducirse, desde un 0,7% en diciembre hasta -0,1% en marzo. En este periodo, los incrementos de precios estuvieron explicados principalmente por unos pocos productos del rubro alimentos y contrarrestados por la reducción de precios de los combustibles, éstos últimos afectados por la reciente caída de los precios del petróleo. En concordancia con estos resultados, el índice de difusión del trimestre (27,9%) se sigue ubicando por debajo del promedio histórico de referencia (35,2%).

A lo anterior se sumaba un entorno externo deflacionario, impulsado en gran medida por la reducción de los precios del petróleo y de otras materias primas, que a su vez ejercían presiones a la baja sobre la dinámica de los precios internos. Este escenario junto con la trayectoria descendente de la inflación, contribuyeron a una rápida consolidación de las expectativas de inflación a la nueva meta del 4,5% anual.

En este contexto, y considerando principalmente la reducción de las expectativas de inflación en el horizonte relevante de proyección, el CEOMA consideró apropiado reducir la tasa de política monetaria a 6,50% (25 p.b.) en su reunión de marzo, de tal manera a mantener, en términos reales, el perfil de política monetaria de los últimos meses.

En el escenario base, la perspectiva de crecimiento para el año 2015 se mantiene en 4,5% anual, aunque con una leve recomposición en su estructura. Por el lado del gasto, el consumo y la inversión seguirán siendo los principales impulsores del crecimiento, lo cual compensaría los efectos de las condiciones económicas menos favorables del contexto global y principalmente regional. Por el lado de la oferta, los servicios, la industria y las construcciones continuarán siendo los sectores con mayor incidencia en el crecimiento del producto.

Con relación a la inflación, la trayectoria más probable indica que la variación anual de precios para el 2015 se ubicaría en 3,6%. Posteriormente, consistente con la evolución esperada de las demás variables macroeconómicas, la inflación se mantendrá en torno a 4% durante la mayor parte de 2016 y convergerá gradualmente a 4,5% en el horizonte de política, en este caso, el primer trimestre del 2017.

En el escenario internacional, los riesgos para la inflación señalados en el último IPoM se mantienen y se derivan de una caída más prolongada de precios de los *commodities*, el impacto de la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos y un mayor deterioro de las perspectivas de actividad económica en Brasil. A estos riesgos se suma la marcada depreciación del rublo ruso en los últimos meses.

En el plano local, se prevé un mayor impulso fiscal a través de mayores inversiones públicas, las que juntamente con los proyectos privados y otros que se ejecutarían bajo el esquema de Alianza Público-Privada (APP) podrían ejercer presiones sobre la demanda de bienes y servicios, y eventualmente sobre la evolución de los precios. No obstante, el efecto de la reducción de los precios de los combustibles y de otras materias primas sobre la estructura de costos de las empresas podría atenuar estos riesgos, en la medida que estos menores costos se trasladen a los precios finales.

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

Implementación de la Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Diciembre

Con relación a la actividad económica mundial, se señalaba que la recuperación para los próximos años sería desigual entre economías avanzadas y emergentes, y levemente inferior a lo previsto en el IPoM de setiembre, como consecuencia de un crecimiento más moderado en ambos grupos.

Por un lado, en Estados Unidos, se consolidaba la recuperación de la economía con la publicación de los datos del tercer trimestre, superior a las expectativas del mercado. En línea con el repunte económico, el mercado laboral también mostraba señales de recuperación con la disminución de la tasa de desempleo a un ritmo mayor a lo esperado. Conforme a la continuidad de estos resultados, se preveía que la Fed iniciaría el proceso de normalización de las condiciones monetarias a mediados del 2015, en la medida que la inflación se ubicara en torno a su meta de mediano plazo.

Por otra parte, la Eurozona seguía mostrando un frágil desempeño de la actividad económica, reflejado en el deterioro de los indicadores de corto plazo. Este panorama negativo, no permitía la reducción del desempleo. Además, persistían los riesgos de una deflación, por lo que el BCE analizaba la posibilidad de implementar futuras medidas en caso de necesidad de dotar a la economía de un impulso adicional.

Con relación a China, la actividad económica mostró una moderada desaceleración, pese a los esfuerzos del gobierno por estimularla. Este comportamiento se debió principalmente al débil desempeño del sector inmobiliario, la inversión en activos fijos y de las fragilidades del sistema financiero.

A nivel regional, luego de dos trimestres de contracción, Brasil registró un leve crecimiento en el tercer trimestre. Sin embargo, las perspectivas oficiales y privadas de crecimiento se habían corregido a la baja respecto del IPoM previo. Por otro lado, pese a la débil actividad

económica, la inflación continuaba por encima del techo del rango meta del BCB, debido principalmente a la depreciación de su moneda y al incremento de precios administrados por ajustes fiscales. Con este panorama, se esperaba un perfil más contractivo de la política monetaria. Argentina, por su parte, a pesar de mostrar un leve repunte en el segundo trimestre, las expectativas del mercado señalaban una menor recuperación a la prevista anteriormente, además de que continuaban las elevadas tasas de depreciación de su moneda y de la inflación.

En el ámbito doméstico, la actividad económica continuaba con su dinamismo favorable, reflejado en el mayor crecimiento del PIB en el tercer trimestre en relación al trimestre anterior. Este incremento se sustentó en la consolidación de sectores que ya venían registrando un buen desempeño, tales como la industria y la construcción y en la recuperación de sectores que en la primera parte del año se mostraban débiles, como el comercio y los servicios gubernamentales. Por el lado de la demanda, este crecimiento estuvo impulsado en gran parte por el consumo, en especial de bienes durables y semidurables, y de la inversión, principalmente debido al importante impulso de las construcciones. Con relación a los precios, luego de cuatro meses se observaron variaciones mensuales positivas a principios del cuarto trimestre. Esta inflación se explicaba por unos pocos rubros de la canasta (alimentos y bienes duraderos). Bajo este escenario, el CEOMA consideró que el mismo seguía siendo consistente con el perfil de la política monetaria con una tasa anual de 6,75%.

El escenario base del IPoM anterior mantenía una perspectiva de crecimiento para el 2014 de 4% anual, similar a la señalada en setiembre, aunque con probable revisión al alza. Para el 2015, se preveía un crecimiento del PIB de 4,5% anual (en torno al potencial), sustentado fundamentalmente, por un lado, por la expansión de los servicios y por el dinamismo del sector secundario (industria y construcciones). Por el lado de la demanda interna, se esperaba que continúe con el dinamismo de

los últimos años. Así, dicho incremento estaría explicado por mayores inversiones, públicas y privadas, así como las contempladas bajo la figura de la Alianza Público-Privada (APP), y por el mayor impulso del consumo privado.

En línea con las expectativas de crecimiento del producto, en el escenario base, la proyección de inflación para el 2014 fue de 4,2% anual, mientras que para el 2015, los bajos niveles de inflación esperados en los primeros meses se deberían, en parte, a los elevados niveles de precios del año anterior y a una brecha externa negativa. Conforme a la evolución de la economía, se esperaba que la inflación converja gradualmente a la nueva meta de 4,5% anual en el horizonte de política, en ese caso, el cuatro trimestre del 2016.

En el contexto internacional, el escenario de riesgo seguía derivado, por un lado, de una caída de los precios de los *commodities*, principalmente por una desaceleración de China, y por otra parte, del aumento esperado de la tasa de política monetaria por parte de la Fed para finales del primer semestre del 2015. Ambos escenarios implicarían una expectativa de depreciación del tipo de cambio, aunque, para el segundo caso, se hacía la salvedad de que la magnitud sobre dicha variable dependería de la estrategia comunicacional de la Fed (*forward guidance*). En el panorama regional, el principal riesgo se refería a una desaceleración económica mayor a la esperada de los principales socios comerciales, lo que podría significar un menor impulso externo.

En el ámbito doméstico, se preveía un mayor impulso fiscal por un incremento en las inversiones físicas, lo que sumado a los proyectos bajo la modalidad de la APP podría ejercer presiones sobre los precios, por el aumento de la demanda de bienes y servicios.

Por otra parte, en diciembre de 2014 el Directorio del BCP había tomado la decisión de reducir la meta de inflación de 5% a 4,5%, que se constituyó en un nuevo paso, luego de la reducción del rango de tolerancia de +2,5 a +2 puntos porcentuales, para seguir consolidando el esquema de metas de inflación.

Reuniones de diciembre, enero, febrero y marzo

En diciembre, se indicaba que la recuperación de la economía mundial no sería homogénea, al tiempo que se preveía un escenario externo deflacionario por la menor aceleración de la actividad económica internacional. En Estados Unidos, se observaba una mejora gradual y sostenida de la actividad económica, en línea con la del mercado laboral. Sin embargo, la Eurozona mostraba un frágil crecimiento y aumentaban los riesgos de una deflación. En el ámbito regional, el magro desempeño económico de Argentina y Brasil llevó a que las expectativas de crecimiento se corrigieran a la baja, en un escenario de elevada inflación.

A nivel doméstico, pese a una coyuntura externa menos favorable, se resaltaba que la actividad económica se mantendría robusta, basada en un fuerte impulso de la demanda interna, al tiempo que la inflación estuvo concentrada en unos pocos rubros de la canasta.

Por lo tanto, el CEOMA consideró que bajo ese escenario, no se requería un cambio en el perfil de la política monetaria, por lo que decidió mantener la TPM en 6,75% anual, garantizando la convergencia de la inflación a la nueva meta de 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

En enero, se resaltaba que se mantenían los riesgos a la baja para el crecimiento mundial, principalmente por el débil desempeño económico de la Eurozona y la desaceleración de las economías emergentes (incluyendo a los principales socios comerciales de la región). Además, se destacaba que las expectativas favorables para el crecimiento de Estados Unidos y la caída del precio del petróleo, la cual podría incrementar el poder adquisitivo de países importadores de petróleo, no serían suficientes para compensar las perspectivas de menor crecimiento mundial.

En el ámbito doméstico, la actividad económica mantenía su dinámica favorable, ya que, en los últimos meses de 2014, la industria, las construcciones y los servicios continuaron mostrando un impulso importante. Respecto de los precios, pese a que la inflación se había acelerado en noviembre y diciembre, su concentración en unos pocos rubros volátiles de la

canasta era señal de que los incrementos respondían parcialmente a factores estacionales.

Teniendo en cuenta el escenario descrito, el CEOMA consideró que la tasa de política monetaria continuaba siendo consistente con el mismo y garantizaba la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% en el horizonte de política, por lo que decidió mantener la TPM en 6,75% anual.

En la reunión de febrero, se señalaba que las presiones inflacionarias externas se habían reducido en un escenario en que la actividad mundial continuaba deteriorándose. A pesar de que se mantenía la expectativa de recuperación en Estados Unidos, las debilidades en otras economías avanzadas y la desaceleración de las economías emergentes señalaban que persistían las perspectivas de una pérdida de impulso de la demanda externa. Bajo ese escenario, los precios internacionales relevantes para la inflación doméstica seguían a la baja, destacándose la marcada reducción de los precios del petróleo.

En el entorno doméstico, la actividad económica mantenía el dinamismo de los últimos meses, reflejando en que los indicadores de corto plazo seguían mostrando una expansión en torno al crecimiento potencial de la economía. Por su parte, los precios de los derivados del petróleo estaban ejerciendo presiones a la baja en la inflación doméstica. Además, se destacó que la inflación había registrado una trayectoria descendente en los últimos meses, ayudada por un escenario externo deflacionario, al tiempo que las expectativas inflacionarias se iban ajustando rápidamente a la nueva meta.

Al respecto, el CEOMA consideró que aún no se requería de un cambio en el perfil de la política monetaria, pero continuaría monitoreando la evolución del escenario macroeconómico y la dinámica futura de

las expectativas de inflación para evaluar los siguientes pasos de la política monetaria. Por lo tanto, el Comité decidió nuevamente mantener la TPM en 6,75% anual, garantizando la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

En marzo, se destacaba que en el contexto internacional persistían un escenario deflacionario y una demanda débil, esto último debido al deterioro de la actividad económica de los principales socios comerciales regionales del país.

En el ámbito interno, se resaltaba nuevamente la trayectoria descendente de la inflación en los últimos meses, además del rápido ajuste de las expectativas de inflación a la nueva meta. Con respecto a la actividad económica, se observó que ésta continuaba con similar dinámica de meses anteriores.

Por lo tanto, el CEOMA consideró que el comportamiento a la baja de la inflación doméstica junto con un entorno externo deflacionario y unas expectativas ancladas en la nueva meta, constituían un escenario propicio para el ajuste de la tasa de referencia, de modo a mantener constante el perfil de la política monetaria en términos reales. En ese contexto, el Comité decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos a 6,50% anual. Además, se destacó que seguirá monitoreando la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas y sus implicancias para las perspectivas de inflación, a fin de definir los próximos pasos de su estrategia de política monetaria.

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

De acuerdo con los últimos datos efectivos correspondientes al cuarto trimestre, el panorama internacional señala que la recuperación será más lenta de la esperada en el IPoM de diciembre (tabla I.1). Además, persiste la divergencia en el ritmo de expansión de las principales economías. En los países desarrollados, Estados Unidos continuó consolidando su proceso de recuperación, mientras que la Eurozona muestra un escenario más favorable en relación al último IPoM. Por otro lado, el menor dinamismo observado y esperado en China y el persistente deterioro de la actividad en algunas economías de América Latina, principalmente Brasil, motivaron nuevamente a una corrección a la baja en la expectativa de crecimiento para las economías emergentes. En consecuencia, el impulso de la demanda externa sería menor al previsto, lo cual se explica por un dinamismo más moderado por parte de los socios comerciales de Paraguay y de los socios del bloque Mercosur.

En Estados Unidos, en línea con las expectativas de mercado, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) durante el cuarto trimestre de 2014 fue 2,2% trimestral anualizado, por debajo del 5,0% del trimestre anterior. La desaceleración se debió principalmente a una mayor demanda de importaciones y una menor expansión de la inversión fija no residencial y de las exportaciones, las cuales fueron parcialmente compensadas por un mayor nivel de consumo privado e inversión privada en inventarios. En concordancia con el menor impulso del PIB, el índice de difusión del sector manufacturero (*Purchasing Managing Index* o PMI), si bien mantiene una percepción optimista, éste ha venido mostrando un menor nivel a inicios de 2015 respecto de finales del año anterior, como resultado de un crecimiento más moderado de la producción y la demanda del sector (gráfico I.1). Por otra parte, las condiciones del mercado laboral continúan mostrando resultados favorables que han permitido una reducción sostenida de la tasa de desempleo, la cual se ubicó en 5,5% en febrero de 2015 (5,8% en noviembre del año anterior).

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg y Consensus Forecast para 2015 y 2016.

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



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

Fuente: Bloomberg.

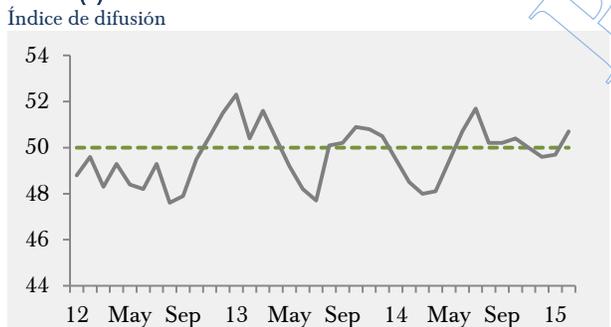
Gráfico I.2
Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Eurozona. (*)



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

Fuente: Bloomberg.

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



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

Fuente: Bloomberg.

En la Eurozona, el PIB del último cuarto del 2014 registró un crecimiento de 0,3% trimestral, levemente superior al 0,2% del trimestre previo e impulsado principalmente por el consumo privado y las exportaciones netas. Por su parte, el PMI manufacturero, que venía desacelerándose en el último año, mostró una mejora a inicios de 2015, aunque aún moderada. La misma estuvo explicada principalmente por una mayor expansión de la demanda y, en menor medida, por un aumento de la producción. Se destacó el mejor desempeño de Alemania, Italia y Países Bajos, al tiempo que Francia no mostraba señales de repunte (gráfico I.2). De esta manera, luego de mantenerse relativamente estable, la tasa de desempleo volvió a reducirse, ubicándose en enero en 11,2% (11,5% en octubre). Estos mejores resultados, si bien aún débiles, podrían ser reforzados por la reciente caída en el precio del petróleo, la depreciación del euro frente al dólar y el estímulo monetario por parte del Banco Central Europeo (BCE), factores que incidieron positivamente en la leve revisión al alza del crecimiento para el 2015 y 2016.

En China, si bien la actividad del cuarto trimestre mantuvo el ritmo de crecimiento del tercer cuarto (7,3% anual), el crecimiento de 7,4% del 2014 se ubicó levemente por debajo de la meta del gobierno (7,5%). Este resultado representó la tasa más débil en veinticuatro años y se explica por la pérdida de impulso de la industria y los servicios desde el 2007. Dado todo lo anterior, el gobierno anunció una meta de crecimiento del 7% para este año. A pesar de que las expectativas se encuentran en línea con dicha meta, persisten riesgos a la baja debido a presiones deflacionarias, debilidades en el sector inmobiliario y fragilidades financieras. Por su parte, el PMI manufacturero mostró una leve mejora en febrero con el aumento marginal de la producción. Sin embargo, persisten las debilidades de la demanda externa de este sector, la caída de precios de los insumos y menores niveles de empleo (gráfico I.3).

A nivel regional, los datos del PIB de Brasil del último trimestre señalaron un crecimiento del 0,3% trimestral, por encima de lo esperado por el mercado. Este resultado estuvo explicado por un impulso del consumo privado, el cual compensó la contracción de la inversión, el consumo público y las exportaciones netas. Con respecto al sector manufacturero, aunque el PMI había mostrado una leve mejora a finales de 2014, la marcada depreciación del real,

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

Índice de difusión

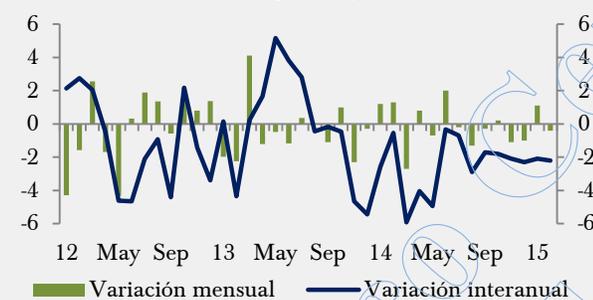


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por HSBC.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5
Argentina: Estimador Mensual Industrial

Variación mensual e interanual, porcentaje

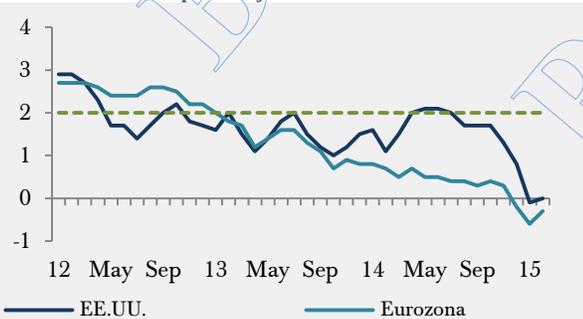


Elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6
Inflación en economías desarrolladas

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

la moderación de la demanda y la caída de la producción afectaron negativamente al sector (gráfico I.4). En vista del deterioro de la actividad económica, además de los ajustes fiscales y monetarios que se vienen llevando a cabo en los últimos meses, las perspectivas de crecimiento (oficiales y privadas) tuvieron una marcada corrección a la baja.

En Argentina, de acuerdo con cifras oficiales, la actividad no registró crecimiento en el último cuarto de 2014 (0% trimestral). El consumo público continúa incidiendo positivamente en el crecimiento, mientras que el consumo privado y la inversión permanecieron contraídos. Por su parte, el sector industrial no muestra señales de recuperación, acumulando hasta enero de 2015 diez y ocho meses consecutivos de contracción (-2,1% anual en enero), destacándose la menor producción de la industria automotriz (-14,9% anual en febrero) (gráfico I.5). Las expectativas de crecimiento se mantuvieron desde el último IPoM y continúan apuntando a una contracción de la actividad para este año, sin embargo, se espera que la recuperación en 2016 sea levemente mayor.

Inflación y Política Monetaria

En las economías desarrolladas, el desplome del precio del petróleo presionó a la baja a la inflación de los últimos meses. En Estados Unidos, la variación anual del índice de precios al consumidor en febrero fue nula, mientras que la medida subyacente se mantuvo relativamente estable (1,7%). Por su parte, en la Eurozona, la trayectoria descendente que ya venía mostrando la inflación, se aceleró, ubicándose en febrero en -0,3% anual. Ante este escenario externo deflacionario y, dadas las expectativas actuales, los niveles de inflación externa serían más bajos a los esperados en el último IPoM (gráfico I.6).

En Brasil, a pesar de su débil actividad y de las presiones deflacionarias del entorno internacional, la inflación se aceleró a principios de 2015 (7,7% anual en febrero), explicada principalmente por la marcada depreciación del real frente al dólar americano y los ajustes en precios administrados, esto último debido a la eliminación de subsidios en el marco del plan de ajustes fiscales (gráfico I.7). De esta manera, las expectativas oficiales y privadas de inflación para el 2015 se sitúan en torno a 7,9% y 7,7%, respectivamente. En Argentina, si bien las cifras oficiales y privadas registran una desaceleración de la inflación anual

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje



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

Porcentaje

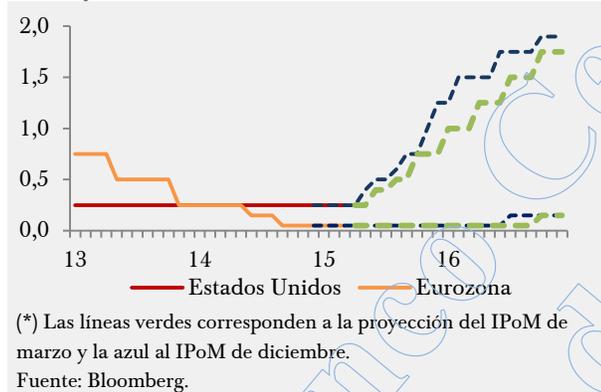
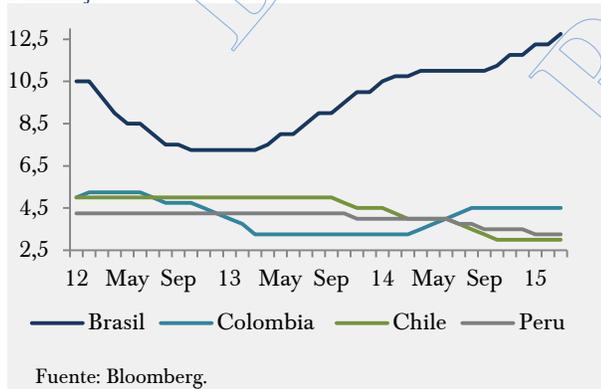


Gráfico I.9
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



hasta febrero (18% y 31,5%, respectivamente), las expectativas para cierre de año se mantienen alrededor de dichos niveles.

Con respecto a las decisiones de política monetaria, conforme a los últimos datos de inflación y el comunicado de la Fed, las perspectivas señalan que el proceso de normalización monetaria se vería postergado para la segunda mitad del año y que dicho ajuste sería más gradual en relación a lo esperado en el IPoM anterior (gráfico I.8). El cambio en las previsiones responde principalmente al comunicado de la Fed, en el cual señaló que la subutilización de los recursos del mercado laboral continúa reduciéndose y que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables. Por su parte, en la Eurozona, considerando que la convergencia de la inflación a la meta del 2% sería más lenta a la esperada en el IPoM anterior, las expectativas señalan que la tasa de referencia continúe estable en los niveles actuales por un periodo más prolongado.

A nivel regional, las presiones inflacionarias en Brasil han mantenido la divergencia en su perfil de política monetaria respecto de los demás países de la región (gráfico I.9). Durante el primer trimestre de 2015, el BCB prosiguió con el ciclo de ajuste monetario iniciado en octubre, incrementando la tasa Selic en 100 p.b. hasta ubicarla en 12,75% anual. Al respecto, a pesar de que en el corto plazo las presiones inflacionarias se mantendrían, señalaron que la probabilidad de convergencia de la inflación a la meta (4,5%) para fines de 2016 se ha incrementado. Conforme a los últimos ajustes realizados, el mercado espera que el BCB realice un último incremento de 25 p.b. en la reunión de abril, para luego mantener la tasa en 13% a lo largo del año.

Por otra parte, en cuanto a la política monetaria no convencional, el BCE confirmó en enero un aumento en su programa de compra de activos (QE) a iniciarse en marzo, el cual asciende a 60.000 millones de euros mensuales hasta al menos setiembre de 2016 (1,1 billones aproximadamente) o en la medida que se observe una trayectoria de la inflación en línea con la meta.

Gráfico I.10
Precios de materias primas

Índices, enero 2012 = 100

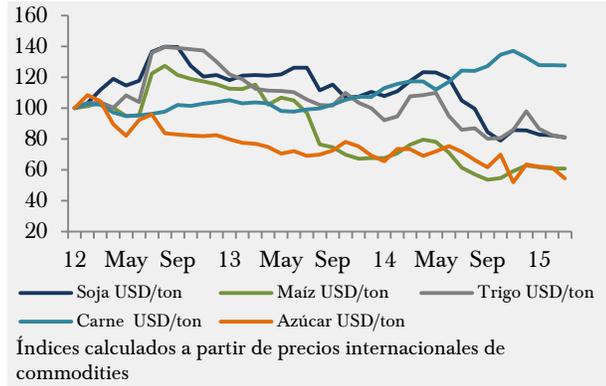
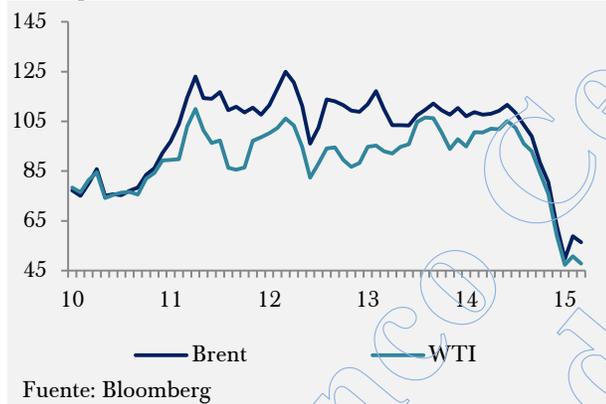


Gráfico I.11
Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril



Materias primas

Desde diciembre 2014, los precios de los granos continuaron en una trayectoria descendente. Así, el precio de la soja registró una reducción de 30,9% interanual en marzo (-22,6% en diciembre de 2014), alcanzando niveles mínimos no registrados desde el 2008 tras la producción record en Estados Unidos. Por su parte, el maíz y el trigo verificaron una caída en sus precios de -20,1% y -24,6% interanual en marzo, respectivamente (-7,1% y -2,2% en diciembre de 2014) debido a un incremento en las existencias y perspectivas de una mayor oferta mundial de ambos cultivos (gráfico I.10). Con respecto al IPoM anterior, se destaca la caída del precio del trigo, el cual acumuló una reducción de 17% entre diciembre 2014 y marzo de 2015.

Con relación al precio de la carne bovina, el nivel observado en marzo fue levemente inferior al de diciembre de 2014, con lo cual el incremento de 8,8% interanual en marzo fue más moderado respecto del 23,7% observado a fines de 2014, como resultado de una menor demanda mundial y un incremento del hato ganadero en Estados Unidos.

En cuanto al azúcar, su precio se redujo 14,3% en relación al de diciembre, con lo cual, en términos interanuales, la caída de 16,6% resultó superior a la del cierre del año 2014 (-8,5% en diciembre) y fue explicada principalmente por mejores perspectivas en la producción de Brasil y la creación de incentivos a la exportación en India.

En marzo, los precios internacionales del petróleo acumularon una caída de hasta 20% desde diciembre de 2014. A pesar del repunte observado en febrero por el menor número de plataformas petroleras, la dinámica observada en los últimos meses se ha mantenido, dados los niveles históricos de producción alcanzados en Estados Unidos (gráfico I.11).

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

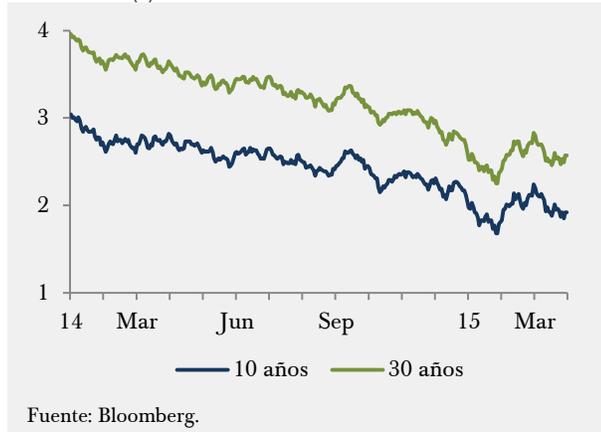
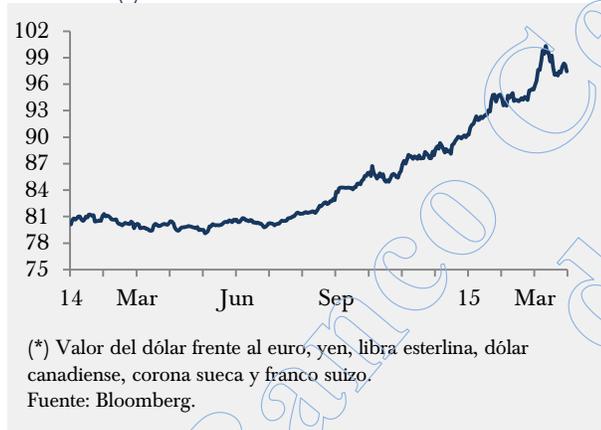


Gráfico I.13
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



Mercados financieros internacionales

A inicios de 2015, los rendimientos de los bonos de largo plazo continuaron reduciéndose. Más adelante, en febrero, los resultados positivos de algunos indicadores del mercado laboral llevaron a una mejora en los rendimientos ante la expectativa del comienzo de la normalización de la política monetaria de la Fed. Sin embargo, en marzo, con el inicio del programa de compra de activos iniciado por el BCE, los rendimientos de los bonos soberanos de los países de la Eurozona fueron disminuyendo, lo que incrementó la demanda de bonos del tesoro de Estados Unidos, lo cual redujo nuevamente los rendimientos de estos últimos (gráfico I.12).

Por otra parte, al cierre de marzo, el dólar acumuló una apreciación en torno al 8% respecto del nivel observado en diciembre. Durante el primer trimestre del año, en línea con la fortaleza relativa de Estados Unidos frente a las demás economías avanzadas, el dólar, medido por el índice DXY, alcanzó niveles no observados desde 2003 (gráfico I.13). Dicho comportamiento se vio moderado luego de los últimos anuncios de la Fed, que sugirieron un retraso en el ajuste de las tasas de referencia.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasa de política monetaria e inflación

TPM e Inflación interanual, porcentaje



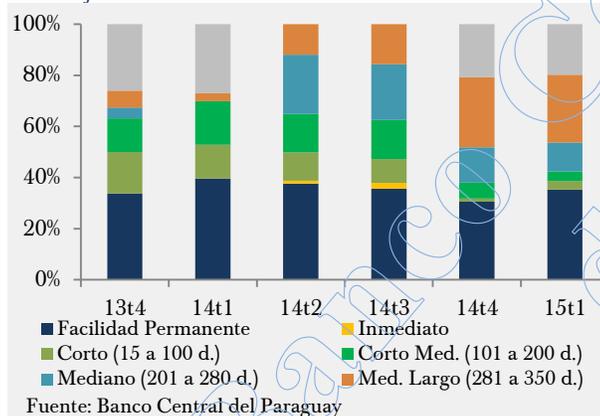
Política Monetaria

En el cuarto trimestre del 2014, la actividad económica ha mantenido su dinámica, impulsada principalmente por el sector servicios, la industria y las construcciones. Por otra parte, la inflación seguía mostrando una trayectoria descendente en un entorno externo deflacionario. Al mismo tiempo las expectativas de inflación convergieron rápidamente a la nueva meta del 4,5% para el horizonte de política monetaria. El CEOMA consideró que este escenario era propicio para un ajuste de la tasa de política monetaria, la que fue reducida en 25 puntos base (p.b.) en la reunión de marzo, fijándose en 6,50% anual (gráfico II.1). En línea con este ajuste, el Comité decidió reducir la tasa de facilidad permanente de liquidez en 50 p.b. quedando finalmente en 7,25% y mantuvo sin cambios la tasa de facilidad permanente de depósitos en 5,75%. Con esto, se mantiene la simetría del corredor con respecto a la tasa referencial del BCP, pero en 75 p.b.

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

Porcentaje

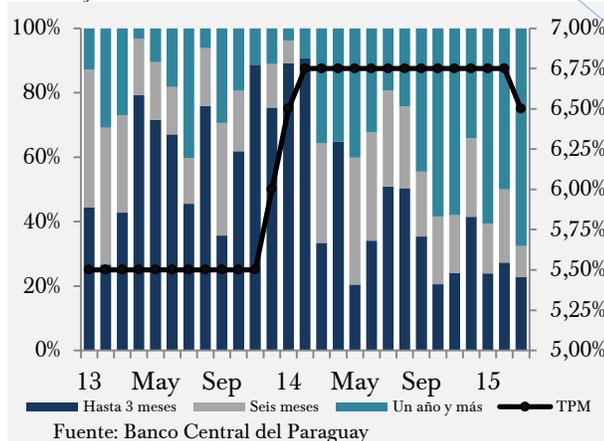


Además, en el primer trimestre de 2015, se llevaron a cabo algunas medidas tendientes a mejorar la implementación de la política monetaria. En ese sentido, se aplicó la metodología del encaje legal promedio tanto en moneda nacional como extranjera y se modificaron los límites de la Facilidad Permanente de Depósitos a un porcentaje, a ser determinado por el Banco Central, de todos los depósitos del público del mes anterior que declare cada entidad.

Gráfico II.3

Participación en la Demanda de las LRM por plazos

Porcentaje



Instrumentos de Regulación Monetaria

En estos primeros tres meses del 2015 se ha registrado una leve recomposición del perfil de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), incluidas las colocaciones en la facilidad de depósitos, con respecto a lo que se había observado durante el cuarto trimestre de 2014. Se destaca un incremento de las colocaciones en la cuenta facilidad de depósitos en comparación a los IRM (gráfico II.2).

Por otro lado, las entidades financieras continuaron mostrando un mayor apetito por los títulos de más largo plazo, comportamiento que se observa desde el mes de

Gráfico II.4

Evolución del Crédito
Variación interanual, porcentaje

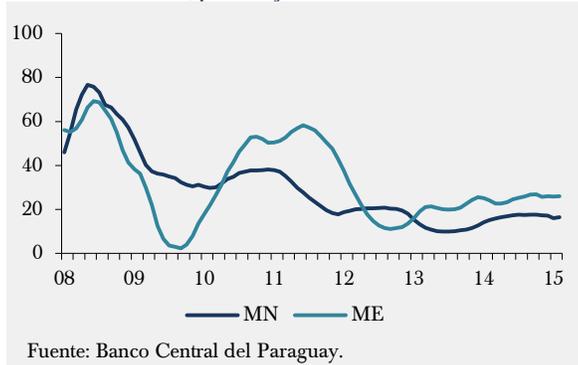


Gráfico II.5

Créditos en MN y ME
Variación mensual, porcentaje

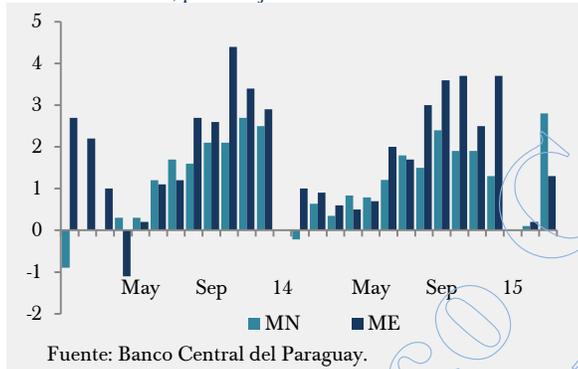
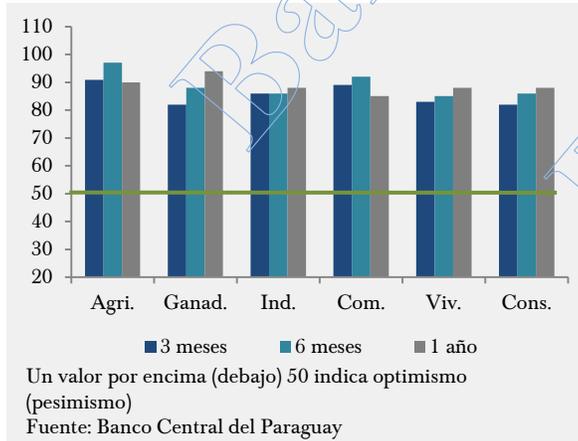


Gráfico II.6

Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



marzo de 2014 y que se fue acentuando a partir del tercer trimestre de ese año. Es importante notar que la evolución de la composición de la demanda por plazos de las Letras Regulación Monetaria (LRM) muestra un comportamiento consistente con la evolución más probable de la tasa de política monetaria. Esto puede estar reflejando, en parte, la formación de expectativas que se genera en el sistema financiero a partir de los informes sobre política monetaria que publica el BCP. Cuando existen expectativas de disminución de la TPM, la demanda relativa de títulos de largo plazo tiende a aumentar, mientras que cuando la expectativa es al alza, los bancos demandan más instrumentos de corto plazo (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el último informe, los créditos bancarios destinados al sector privado no financiero continúan mostrando una evolución satisfactoria, tanto en moneda nacional (MN) como extranjera (ME). En el mes de febrero los créditos totales crecieron a una tasa interanual de 25,6%, por encima del 24,4% observado en el mismo mes del año anterior. Asimismo, los créditos en moneda local verificaron un incremento anual de 18,2%, mientras que aquellos denominados en moneda extranjera crecieron a una tasa de 26,0% (gráfico II.4).

Los créditos concedidos en guaraníes se concentran en los sectores familia, comercio y ganadería, representando un 68% del total en moneda nacional. Por otra parte, la agricultura, la industria y la ganadería son los principales destinos de los créditos en moneda extranjera, representando aproximadamente el 80%. Cabe mencionar que estos sectores también obtienen la mayor parte de sus ingresos en moneda extranjera, minimizando los riesgos asociados a la hoja de balance.

Las perspectivas de los créditos, para los próximos meses siguen siendo favorables, conforme a la percepción de los intermediarios financieros para la concesión de los mismos al sector privado, conforme a la Encuesta sobre Situación General del Crédito correspondiente al cuarto trimestre. Al mismo tiempo, los indicadores de difusión de créditos por sectores para 3, 6 y 12 meses, siguen ubicándose en niveles optimistas (gráfico II.6).

Gráfico II.7

Volumen Negociado en la BVPASA
En Millones de Guaraníes

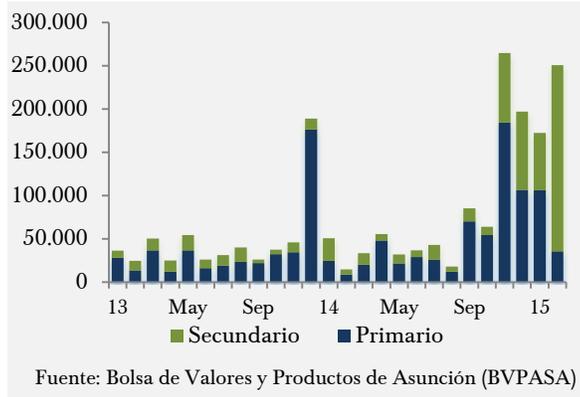


Gráfico II.8

Tipo de cambio Nominal respecto al dólar
Índice 18-dic-2013 = 100

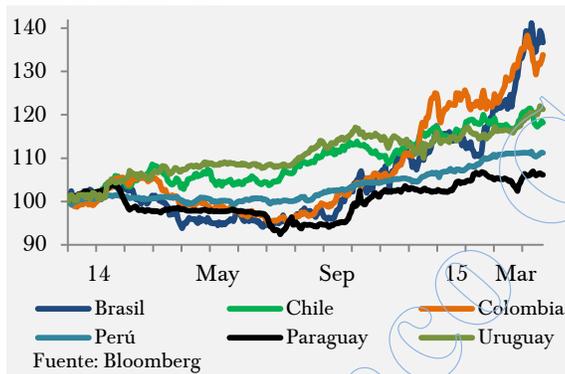


Gráfico II.9

Tipo de cambio real multilateral
Índice 1995 = 100



Mercado bursátil

Al igual que los créditos, las negociaciones de títulos en la bolsa de valores también han aumentado en los primeros meses de 2015. Así, en el mes de febrero, el volumen de transacciones se ubicó en guaraníes 250.595 millones, ampliamente superior al registrado en el mismo mes del 2014 (gráfico II.7). De este total, el 90,9% corresponde a moneda local y el 9,1% a dólares americanos.

Las negociaciones en la bolsa se refieren fundamentalmente a transacciones de títulos de renta fija, no obstante, en el mencionado mes los títulos de renta variable mostraron un significativo incremento, representando el 58,3% del total negociado.

Cabe señalar que las operaciones en el mercado secundario en este mes han adquirido mayor importancia (85%), comportamiento que contrasta con lo observado en años anteriores.

La tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se situó en 14,5% para las operaciones en moneda nacional y 7,50% para aquellas en moneda extranjera, tasas similares a las que se habían observado en el mismo periodo del 2014. Por otro lado, el promedio de los plazos de colocaciones fue 1.558 y 1.643 días, respectivamente.

Tipo de cambio

En el mercado cambiario, entre diciembre y marzo, las paridades regionales han mostrado un comportamiento al alza, en línea con el fortalecimiento del dólar americano (gráfico II.8). En el periodo mencionado, el guaraní y el peso chileno se depreciaron en torno al 2,8%, en tanto que la moneda peruana y la uruguaya disminuyeron su valor en 4,3% y 4,8%, respectivamente. Resalta la depreciación del real brasilero (18,7%) y del peso colombiano (10,1%).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR), entre diciembre y febrero se apreció en torno al 3,8%, fundamentalmente explicada por la depreciación nominal del real brasilero (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

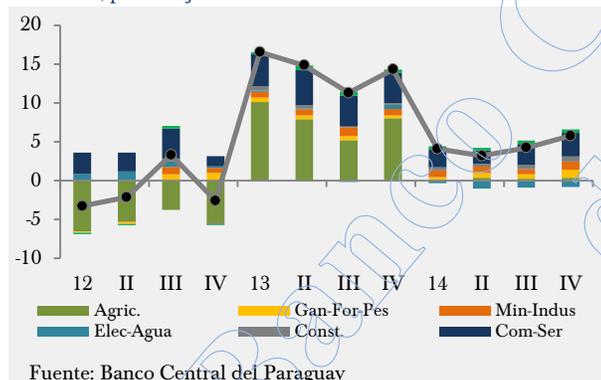
Sectores	Pond. 2013	2014			
		I	II	III	IV
Agricultura	18,7	0,3	1,9	1,8	2,0
Ganadería, forestal y pesca	6,2	7,0	11,1	7,2	17,1
Industria y minería	10,2	8,9	8,4	5,8	10,2
Electricidad y agua	12,1	-2,7	-8,1	-7,7	-7,2
Construcción	3,4	13,5	10,8	15,4	19,4
Servicios	43,0	5,5	4,0	6,1	7,0
Impuestos a los productos	6,4	7,6	5,0	6,4	6,7
PIB Total	100,0	4,1	3,2	4,2	5,8
PIB sin Binacionales	89,5	5,1	4,8	5,9	7,5
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	70,8	6,7	5,5	6,7	8,9

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. 2013	2014			
		I	II	III	IV
Demanda Interna	93,1	2,5	3,5	8,9	7,4
Consumo hogares	64,4	2,4	3,5	5,7	5,9
Durables	20,0	7,7	3,8	9,0	9,9
Semi Durables	12,0	2,8	2,5	7,5	7,4
No Durables	25,0	-0,5	3,2	3,2	3,0
Consumo gobierno	9,4	-2,6	1,9	10,9	6,8
Formación Bruta de Capital	19,2	5,5	4,3	18,4	12,3
Exportaciones	59,7	5,3	-1,9	-2,0	2,3
Importaciones	52,8	2,7	-2,4	5,2	5,6
PIB Total	100,0	4,1	3,2	4,2	5,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La buena dinámica observada desde inicios del segundo semestre ha seguido consolidándose en el cuarto trimestre. En este periodo, el PIB registró una expansión interanual de 5,8%, superior a la tasa del 4,2% registrada en el trimestre anterior (tabla III.1). Con este resultado, el crecimiento del 2014 se situó en 4,4%.

Así como se ha dado a lo largo del 2014, este crecimiento del cuarto trimestre se explicó fundamentalmente por el buen desempeño del sector servicios, del sector industrial manufacturero y de las construcciones. Además, en este periodo resaltó el incremento de la producción del sector ganadero (gráfico III.1).

El sector servicios ha observado un mejor desempeño en el último cuarto en términos interanuales (7%), en comparación al anterior (6,1%), destacándose los servicios comerciales, transporte y comunicaciones, restaurantes y hoteles y los servicios a las empresas.

Con respecto al sector industrial, se destaca el desempeño de la industria cárnica, bebidas y tabaco, papel y cartón, productos químicos y plásticos y la producción de máquinas y equipos.

Por su parte, el sector de las construcciones observó un crecimiento interanual de 19,4% en el último trimestre, principalmente impulsado por obras del sector privado y acompañados por las llevadas a cabo por el sector público. Así, este sector acumuló un crecimiento de 14,9% en el 2014, consolidándose como la actividad más dinámica.

El buen resultado del último trimestre se ha dado a pesar de la caída en la generación de electricidad por las binacionales y el lento crecimiento de la agricultura. Esto implica que el dinamismo de aquellos sectores más ligados a la generación de empleo e ingreso fue aún mayor, lo cual se ha verificado en el crecimiento anual del PIB sin agricultura y sin binacionales (8,9%), por encima del 6,7% del trimestre previo.

En concordancia con este buen desempeño del PIB sin agricultura y sin binacionales, la demanda interna también

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

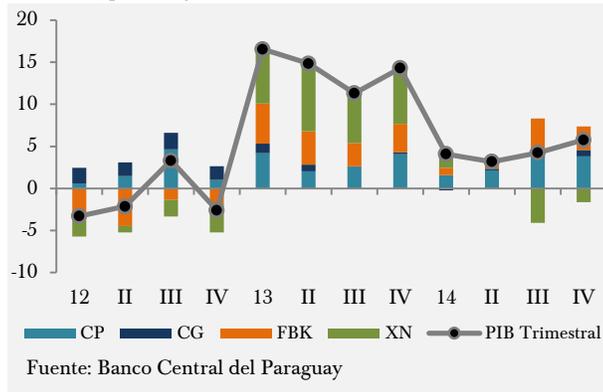


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

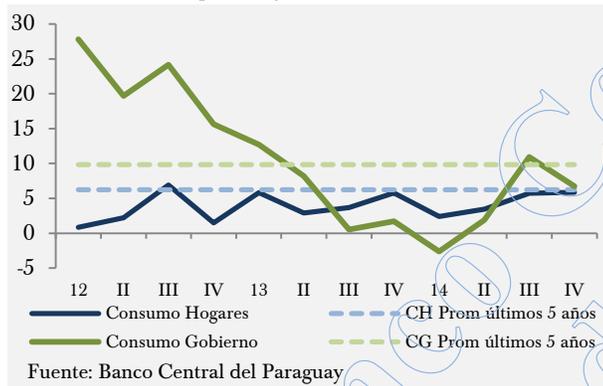
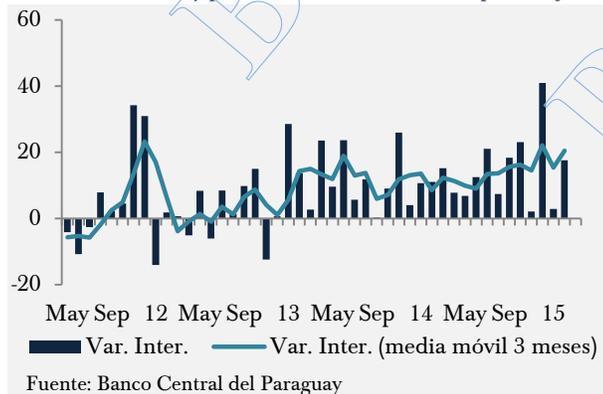


Gráfico III.4
Indicador evolución del sector construcción
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



siguió mostrando un dinamismo favorable, impulsada tanto por el consumo como por la inversión (tabla III.2).

En el periodo analizado, la demanda interna creció 7,4% anual (8,9% en el tercer trimestre). El consumo registró una incidencia de 4,6 puntos porcentuales (p.p.). Asimismo, la formación bruta de capital tuvo una incidencia significativa del orden de 2,8 p.p. (gráfico III.2).

Al interior del consumo total, se siguen observando resultados positivos para todos sus componentes (gráfico III.3). El consumo privado registró un incremento del 5,9% (5,7% en el trimestre previo), explicado por las mayores compras de bienes durables, semi-durables y no durables, que presentaron incrementos interanuales de 9,9%, 7,4% y 3%, respectivamente. Asimismo, el consumo de gobierno ha verificado un crecimiento interanual del 6,8%.

Por otra parte, la inversión volvió a registrar una expansión importante. En el cuarto trimestre su tasa de variación anual se situó en 12,3% (18,4% en el tercero), y el principal factor detrás de estos resultados sigue siendo el buen desempeño de las construcciones. De acuerdo a los indicadores de corto plazo, estos buenos resultados se seguirían observando durante el primer trimestre de 2015 (gráficos III.4 y III.5).

Consistente con los resultados de la demanda interna, el mercado laboral también ha mostrado una evolución satisfactoria en el cuarto trimestre. En dicho periodo se observó un incremento en la generación de empleo, especialmente en el segmento de los asalariados, explicado por una parte, por la mayor creación de empleo en el sector secundario (industria manufacturera), y por otro lado, por el aumento del empleo en el sector terciario, en particular en el comercio, restaurantes y hoteles, servicios de finanzas, seguros e inmuebles. A su vez, este dinamismo en el empleo estuvo acompañado por un incremento en los ingresos medios de los ocupados.

Cuenta Corriente

En el año 2014, la cuenta corriente registró un déficit de USD 105,1 millones (0,3% del PIB), cifra revisada con respecto al informe anterior (superávit de USD 235,1 millones), principalmente como resultado de una balanza comercial observada menos superavitaria respecto a la estimada. Dentro de la misma, los nuevos datos preliminares

Gráfico III.5

Indicador evolución de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

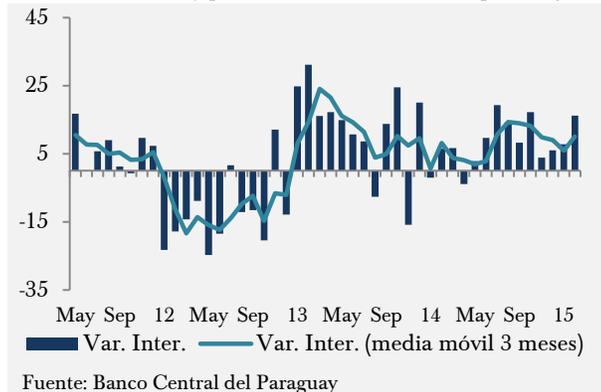


Gráfico III.6

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

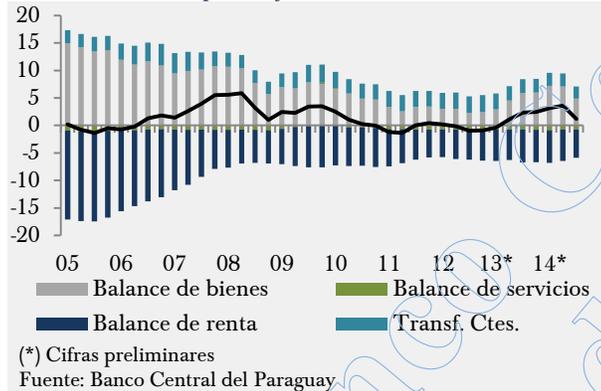


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2013*	2014*	2015 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	479,4	-105,1	-243,6
Balanza Comercial	1.662,3	1.037,6	808,9
Exportaciones	13.604,7	13.116,8	12.605,7
Importaciones	-11.942,4	-12.079,2	-11.796,8
Servicios	-219,4	-222,3	-227,0
Renta	-1.683,5	-1.541,7	-1.471,4
Transferencia Corriente	719,9	621,2	645,9
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	1,7	-0,3	-0,8

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

de sus dos componentes fueron menores a los previstos, no obstante, la revisión a la baja de las exportaciones fue mayor que la de las importaciones.

Al respecto, las ventas de bienes al exterior alcanzaron en el cuarto trimestre USD 2.720,9 millones, totalizando en el 2014 un monto de USD 13.116,8 millones, que representa una variación anual de -3,6%. Estos resultados se explican en gran parte por la reducción de las exportaciones de energía eléctrica (-7% interanual) y de las reexportaciones (-15% interanual), éstas últimas afectadas por las condiciones menos favorables de la economía brasileña.

Por otro lado, en el 2014 se han observado importantes incrementos anuales en otros rubros, tales como las exportaciones de carne (29%) y harina de soja (20%). Lo envíos de aceite de soja crecieron (3%), mientras que las semillas de soja se redujeron en torno al 8%, esto último explicado en parte, por la mayor industrialización de la misma, principalmente para la elaboración de harina. Ello ha permitido una recomposición en la estructura de las exportaciones hacia bienes con mayor valor agregado. Finalmente, es preciso señalar que los bienes susceptibles para la reexportación son fundamentalmente de origen importado, lo cual implica que la caída en los envíos de este tipo de productos necesariamente tiene su contrapartida en el lado de las importaciones, afectando en menor medida a la balanza comercial y en consecuencia a la cuenta corriente.

Por el lado de las importaciones, éstas se ubicaron en USD 3.157,6 millones en el último trimestre del 2014, acumulando en el año USD 12.079,2 millones, 1,1% superior al observado en el 2013. Dentro de las mismas, los bienes importados para uso doméstico se incrementaron en 3,6% anual, mientras que las importaciones de bienes susceptibles para la reexportación se redujeron en 10,9%.

Con respecto a los demás componentes de la cuenta corriente, tanto la balanza de servicios y de rentas mostraron resultados deficitarios, USD -222,3 millones y USD -1.541,7 millones, respectivamente. En tanto, el saldo de las transferencias corrientes se ubicó en USD 621,2 millones.

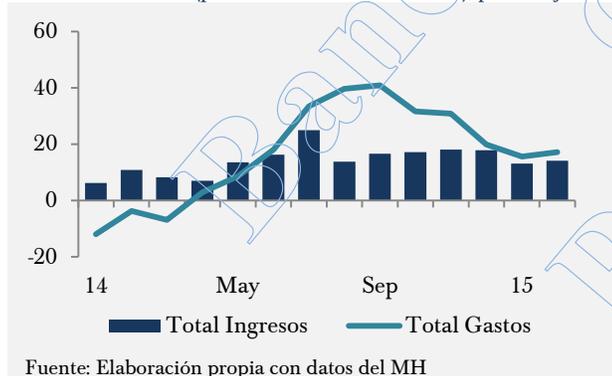
Por otra parte, para el 2015 se prevé un déficit en cuenta corriente de USD 243,6 millones, que representa 0,8% del PIB estimado (superávit de USD 50,6 millones en el IPoM de diciembre), cambio explicado principalmente por una

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

	Febrero 2014	Febrero 2015	Variación (%)
Ingreso total recaudado	3.479	3.765	8,2
Ingresos corrientes	3.477	3.721	7,0
Ingresos tributarios	2.351	2.536	7,9
Impuesto a la renta y utilidades	246	307	24,8
Impuesto selectivo a los bienes	371	361	(2,7)
Impuesto al Valor Agregado (IVA)	1.427	1.576	10,4
Impuesto al comercio exterior	287	265	(7,9)
Ingresos de capital	1	43	3.811
Gasto total + Concesión neta de préstamos	3.249	4.007	23,3
Gasto total obligado	3.191	3.920	22,8
Gastos corrientes	2.827	3.377	19,4
Servicios personales	1.836	2.046	11,5
Bienes y servicios	87	232	166,9
Gastos de capital	364	543	49,3
Inversión física	109	333	205,3
Resultado Fiscal Global	229	(243)	
Resultado primario	318	12	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

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



revisión a la baja de las proyecciones para la balanza comercial. Por una parte, las exportaciones fueron corregidas teniendo en cuenta las expectativas de menores precios internacionales de los *commodities* y un menor crecimiento en las exportaciones de energía eléctrica, con relación a las previsiones anteriores. Por el lado de las importaciones, el ajuste a la baja se debió principalmente a la caída de los precios de los derivados del petróleo, que fue mayor a la esperada inicialmente (tabla III.3).

Finanzas públicas

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

Al mes de febrero del 2015, la recaudación total de la Administración Central se ubicó en 3,76 billones de guaraníes, que representa un incremento de 8,2% con respecto al mismo periodo del 2014. Por otra parte, los gastos totales se ubicaron en 4,01 billones de guaraníes, 23,3% superior al monto observado hasta febrero del año anterior. Con estos resultados, se registró un déficit de 243 mil millones de guaraníes (superávit de 229 mil millones a febrero del 2014) (tabla III.4).

Los ingresos corrientes, que representan casi la totalidad de la recaudación, crecieron a una tasa interanual de 7%, por debajo del 12,7% que se había observado en febrero del 2014. A su vez, dentro de estos ingresos, resalta la importancia de los ingresos tributarios (alrededor del 70%), los cuales se incrementaron a una tasa anual de 7,9%, frente a un 13,9% registrado en el mismo mes del año anterior. Al interior de este último, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el Impuesto a la Renta crecieron a tasas anuales de 10,4% y 24,8%, respectivamente. En tanto, los impuestos al comercio exterior mostraron una variación interanual de -7,9%, en línea con la reducción que vienen mostrando las importaciones.

Por otra parte, el gasto total obligado se incrementó 22,8% a febrero del 2015, explicado por el aumento de los gastos corrientes (19,4%) y de capital (49,3%). Dentro de los

Gráfico III. 8
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

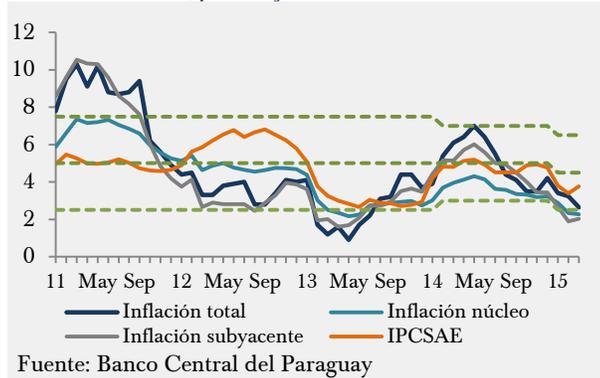


Gráfico III.9

Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

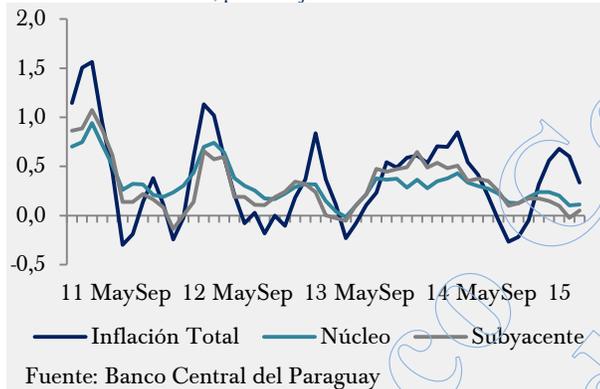
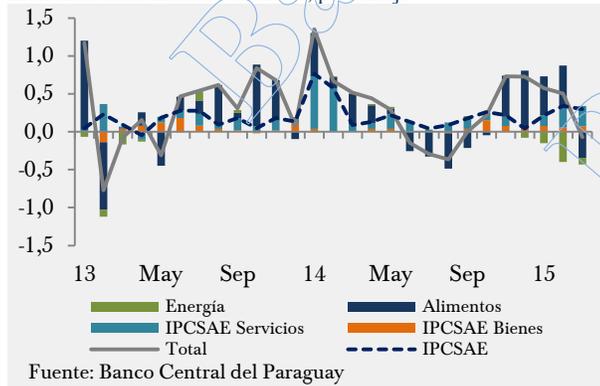


Gráfico III.10

IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



primeros, se destaca el importante incremento de la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central (167% interanual), lo que asociado a la variación del 11,5% de los servicios personales explicaron los resultados del gasto. Asimismo, debe señalarse el significativo incremento que la inversión física registró hasta el mes de febrero de 2015 (205,3% en términos interanuales), comportamiento que se halla en línea con los planes de inversión del gobierno para el 2015.

Con respecto a los niveles presupuestados para todo el año, al mes de febrero del 2015 la ejecución del ingreso total y de sus principales componentes se encuentra en niveles similares a los observados en el mismo periodo del 2014. Por otro lado, los gastos también mantienen un nivel de ejecución similar al del año pasado. No obstante, la ejecución de la inversión física fue más del doble de lo observado en igual periodo del año anterior.

Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la variación interanual del IPC ha continuado con su trayectoria descendente, pasando de una tasa del 4,2% en diciembre 2014 hasta ubicarse en 2,6% en el mes de marzo de 2015, al tiempo que las tasas mensuales también comenzaron a reducirse, registrándose incluso una variación mensual negativa en el mes de marzo.

Asimismo, la inflación núcleo mostró similar comportamiento, registrando una tasa interanual del 2,3% en marzo desde el 3,2% verificado en diciembre del pasado año. La inflación subyacente –que excluye frutas y verduras– observó una tasa interanual de 2%, menor al 3,4% de diciembre (gráfico III.8).

En el mes de marzo, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) observó una tasa interanual del 3,8%, por debajo de la registrada en el último mes de 2014 (4,8%). Esta disminución en la evolución interanual del indicador se explica por el IPCSAE Servicios, el cual verificó una variación de 4,6% interanual (6,7% en diciembre), mientras que la inflación del IPCSAE Bienes del mes de marzo (2,5%) fue superior a la de diciembre (1,8%).

Asimismo, en el primer trimestre del 2015, la inflación mensual ha registrado un comportamiento a la baja (gráfico III.9). Así, en dicho periodo el IPC promedió una tasa

Gráfico III.11

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje

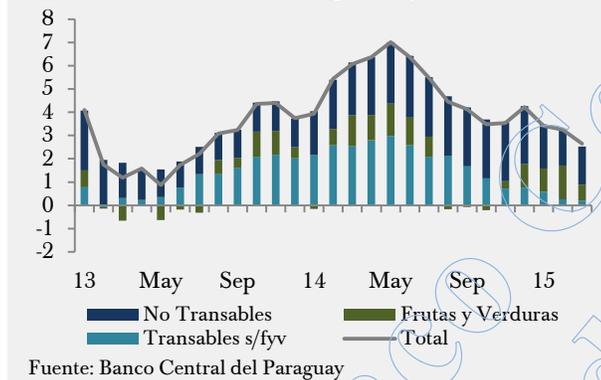


mensual del 0,3%, por debajo de lo observado entre diciembre 2014 y febrero 2015 (0,6%) y entre noviembre 2014 y enero 2015 (0,7%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre enero y marzo, tasas mensuales de 0,11% y 0%, respectivamente, levemente superiores a las registradas entre diciembre 2014 y febrero 2015 (0,10% y -0,02%, respectivamente), aunque se mantienen por debajo de los niveles verificados en el último año.

Gráfico III.12

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



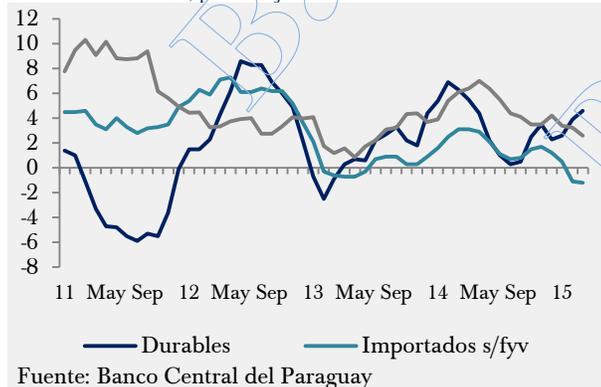
En el primer trimestre, el IPCSAE servicios registró la mayor incidencia (0,7 p.p.) en la inflación acumulada (1,0%), mientras que el IPCSAE bienes contribuyó en 0,2 p.p., las cuales fueron contrarrestadas por la caída de los precios de la energía, específicamente combustibles (-0,6 p.p.) (gráfico III.10).

La variación de los precios de consumo durante el primer trimestre de 2015 estuvo explicada por incrementos en los precios de los productos alimenticios, en los servicios relacionados a la educación, alquileres de vivienda, bienes duraderos, entre otros. Dichos aumentos fueron contrarrestados, principalmente, por las disminuciones de los precios de los productos derivados del petróleo. Esto último, permitió una reducción de la tarifa del transporte público, la cual, asociada a la caída del precio del gasoil, explican en gran parte la variación negativa del índice de precios de los bienes administrados (gráfico III.11).

Gráfico III.13

Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras

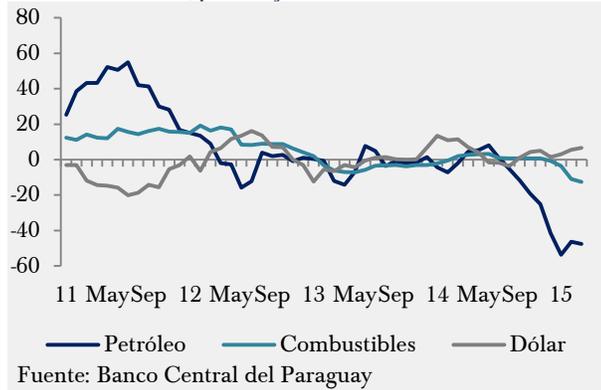
Variación interanual, porcentaje



Dentro de la agrupación alimentos (excluyendo frutas y verduras), se destacaron los aumentos de precios de los productos sustitutos de la carne vacuna (embutidos, carne en conserva, carne de pescado y aves) y del azúcar. Por otro lado, los cortes de carne vacuna mostraron reducciones en sus precios.

Con respecto a la inflación de los bienes y servicios no transables, resalta la incidencia de los precios de los servicios de educación, como así también los incrementos de precios observados en alojamiento en hoteles, pasaje aéreo, turismo, alquiler de vivienda, recreación, gastos de salud, telefonía móvil e internet, y servicios de restaurantes (gráfico III.12). Igualmente, los bienes duraderos registraron incrementos de precios, especialmente aquellos de origen importado, cuyo comportamiento está estrechamente relacionado con la evolución del tipo de cambio nominal (gráfico III.13).

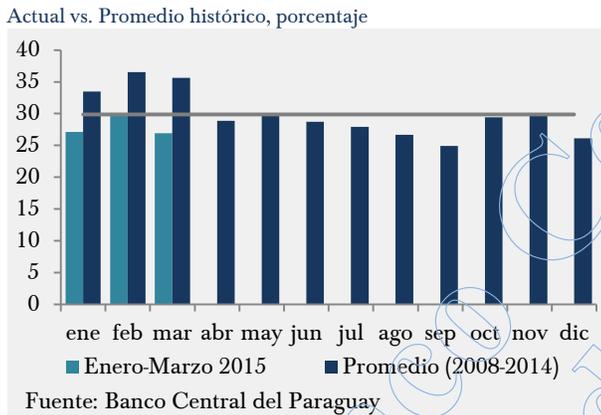
Gráfico III. 14
Petróleo, combustibles y dólar
Variación interanual, porcentaje



Como se mencionó anteriormente, la caída del precio del petróleo en el mercado internacional posibilitó la reducción de los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico, específicamente las naftas, el gas carburante, el gas licuado y el gasoil. Sin embargo, este traspaso ha sido atenuado, en parte, por la evolución del tipo de cambio (gráfico III.14)

Por otra parte, los incrementos de precios observados en el primer trimestre del año estuvieron concentrados en unos pocos productos de la canasta, lo cual se ha reflejado en el comportamiento del índice de difusión para variaciones superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual). En este periodo, este índice promedió 27,9%, por debajo del promedio histórico del trimestre (35,2%) (gráfico III.15).

Gráfico III. 15
Difusión de la inflación
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

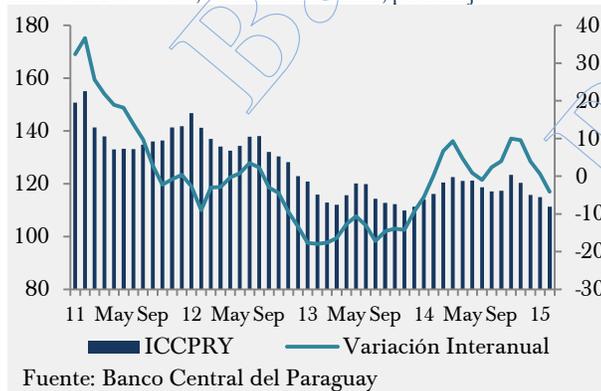


Con respecto a la evolución de los precios internacionales de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, se observa un comportamiento a la baja, tanto en términos mensuales como interanuales. Esto se refleja en la evolución del Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY), que en el mes de febrero registró una caída mensual e interanual de 3,1% y 4,1%, respectivamente, las cuales se explicaron principalmente por la reducción de los precios del petróleo y la mayoría de los *commodities* agrícolas, como maíz, trigo, entre otros (gráfico III.16).

Perspectivas de Inflación

Desde el anuncio de la reducción de la meta de inflación en diciembre de 2014, las expectativas de inflación se han consolidado en la nueva meta de 4,5% en el horizonte de política monetaria. La trayectoria descendente de la inflación, conjuntamente con un entorno externo deflacionario, contribuyeron a un rápido ajuste de las expectativas de inflación. Esto se ha reflejado en los resultados de la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del primer trimestre.

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



BCP © Derechos Reservados 2015

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

En el entorno internacional, se mantiene la previsión de un dinamismo de la actividad económica mundial mayor a la verificada en 2014, manteniéndose las perspectivas de recuperación sostenida para Estados Unidos (tabla IV.1). Respecto del IPoM anterior, se registró una revisión al alza en el crecimiento en la Eurozona, mientras que las economías emergentes tuvieron ajustes a la baja, principalmente Brasil. En consecuencia de esto último, la proyección de crecimiento para socios comerciales de Paraguay es menor para el 2015 y 2016 (1% y 2,4%, respectivamente), con relación a lo señalado en el IPoM de diciembre (1,9% y 2,5%). Por lo tanto, esto implica que en el escenario base de este IPoM se considera una demanda externa más débil.

En relación a la inflación externa, la caída en el precio del petróleo, mayor a la esperada en el IPoM pasado, redujo de manera significativa las expectativas de inflación en las economías desarrolladas. Así, para 2015, en Estados Unidos se espera una variación anual de precios de 0,3% (1,7% en diciembre) y en la Eurozona, las perspectivas son de una inflación nula (0,9% en diciembre). Para 2016, las expectativas de inflación en estas economías no mostraron un cambio importante, situándose en 2,1% en Estados Unidos y 1,2% en la Eurozona (2,2% y 1,4% en diciembre, respectivamente).

En la región, la aceleración de la inflación en Brasil, a principios de 2015, incrementó las expectativas de variación de precios para este año hasta 7,7%. Sin embargo, para 2016 la inflación prevista es 5,5%, menor a la del IPoM de diciembre, aunque aún por encima de la meta de 4,5% del BCB. Por su parte, en Argentina se espera que el nivel general de precios, según cifras privadas, crezca en torno a 30% en 2015.

Con respecto a la tasa de interés externa, la expectativa de un ajuste más gradual de la tasa de política monetaria en Estados Unidos, como se había mencionado anteriormente (ver gráfico I.8), llevó a una reducción en la proyección de la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro americano a tres meses, ubicándose en promedio, en 0,4% y 1,6% para el

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Promedio simple de Bloomberg y Consensus Forecast.

Tabla IV.2
Crecimiento económico y cuenta corriente
Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla IV.3
Crecimiento del PIB
Incidencia, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

2015 y 2016, respectivamente, por debajo del 0,9% y 1,7% esperado en el IPoM previo.

En el escenario doméstico, conforme a la última revisión, el crecimiento de la economía paraguaya en el 2014 fue 4,4% anual, mayor a la prevista en diciembre. Este resultado se encuentra en línea con lo que se había señalado en el último IPoM. El ajuste se explica fundamentalmente por el mayor impulso de la demanda interna a través del consumo total y las inversiones en los últimos meses.

La proyección de crecimiento del PIB para el 2015 se mantiene en 4,5% anual (tabla IV.2). Al igual que lo señalado en diciembre, dicho crecimiento se sustenta, en gran parte, en la expansión del sector secundario, principalmente la producción cárnica, algunas ramas del sector servicios y el fuerte impulso de las construcciones. Por su parte, el sector primario y la recuperación de la generación de energía eléctrica tendrían una incidencia menor en el crecimiento. Bajo este escenario, se sigue sosteniendo la mayor diversificación en el crecimiento del producto, gracias a la consolidación de sectores no tradicionales de la economía.

Por el lado del gasto, la demanda interna crecería 4,5% en el presente año, levemente inferior a lo pronosticado en el IPoM previo, pero manteniendo el dinamismo observado en los últimos años. Dicho crecimiento se explica por un incremento del consumo (privado y público) y por el buen desempeño de la inversión. Esta última se sustenta en importantes proyectos públicos y privados, además de aquellos contemplados bajo la figura de la Alianza Público-Privada (APP). Igualmente, el consumo privado seguiría mostrando un impulso significativo. Por lo tanto, al igual que lo señalado en el IPoM de diciembre, la demanda interna seguirá atenuando el impacto que pueda tener el escenario externo más frágil (tabla IV.3).

En el escenario base, la trayectoria de la convergencia de la inflación a la meta se ubica por debajo de la prevista en el IPoM anterior. Por un lado, esto se debe a que los datos efectivos de los primeros meses del año, menores a los proyectados previamente, fueron afectados principalmente por la reducción de los precios de los combustibles. Por otra parte, esta evolución de la inflación se encuentra en línea con las perspectivas de una demanda externa más

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

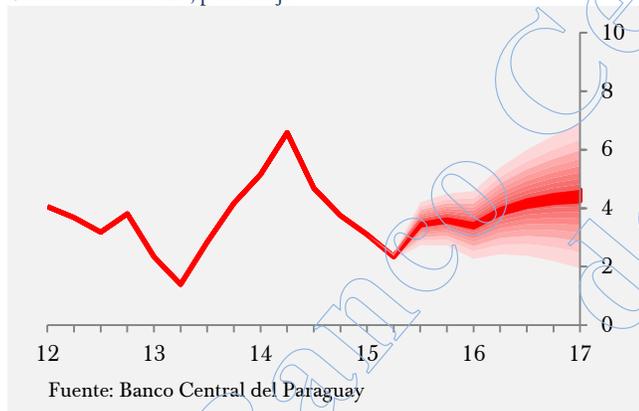
	2014	2015(f)	2016(f)	2017(f)
Inflación IPC promedio	5,0	3,1	4,0	
Inflación IPC diciembre	4,2	3,6	4,4	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio	4,8	2,3	4,1	
Inflación IPC subyacente diciembre	3,4	2,8	4,4	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (*)				4,5

(f) Proyección

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación

Variación interanual, porcentaje



débil y niveles de inflación externa más bajos. Así, con este escenario, la trayectoria más probable de la inflación indica que la variación anual de precios para el 2015 se ubicaría en 3,6% (tabla IV.4). Posteriormente, consistente con la evolución esperada de las demás variables macroeconómicas, la inflación se mantendrá en torno a 4% durante la mayor parte de 2016 y convergerá gradualmente a 4,5% en el horizonte de política, en este caso, el primer trimestre del 2017 (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

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

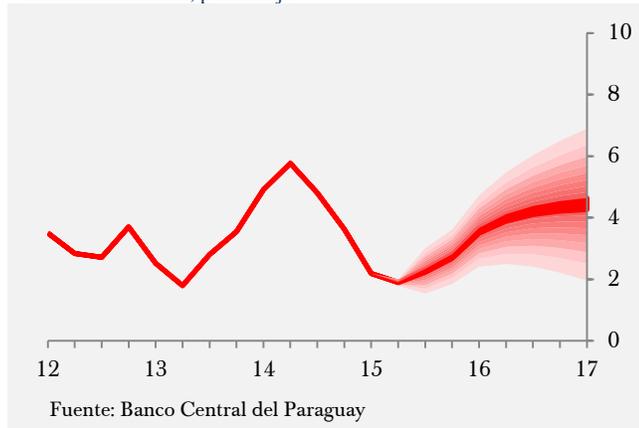
En el escenario internacional, una caída de precios de los *commodities* (relevantes en las exportaciones paraguayas) más pronunciada respecto a la observada en meses recientes, eventualmente podría afectar los términos de intercambio (TDI) de Paraguay. Sin embargo, dado el menor precio de los derivados del petróleo y el aumento de las exportaciones de productos con mayor grado de industrialización con precios relativamente más altos, el impacto podría verse atenuado (ver recuadro I).

Por otra parte, el impacto de la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos durante este año sobre el tipo de cambio doméstico se vería reducido en la medida en que pueda ser internalizado oportunamente en el mercado doméstico.

Con respecto a la coyuntura actual en Rusia, la marcada depreciación de su moneda (rublo) en los últimos meses, podría incidir en los ingresos por exportaciones de carne, sin embargo, tendría un efecto leve en la medida que se concrete la apertura de nuevos mercados de exportación de dicho bien.

A nivel regional, un mayor deterioro de las perspectivas de actividad económica en Brasil implicarían un crecimiento más débil de los socios comerciales, lo cual podría presionar a la baja la inflación doméstica debido a una brecha de producto externo aún más negativa. Así también, este menor impulso de la actividad económica

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



regional continúa representando un riesgo para las reexportaciones. No obstante, de acuerdo con las previsiones de crecimiento doméstico, la demanda interna permitirá compensar este efecto.

En el contexto doméstico, se mantienen las perspectivas de un mayor gasto público en inversiones de infraestructura, lo que asociado a los proyectos privados y aquellos previstos bajo el esquema APP podrían contribuir a generar presiones sobre la demanda de bienes y servicios, y eventualmente sobre los precios.

Por otro lado, la caída del precio del petróleo y sus efectos sobre los precios de los combustibles a nivel local implican una reducción en los costos de las empresas, principalmente los relacionados al transporte. Además, este efecto podría verse reforzado por la reducción de precios de otros *commodities* relevantes para la inflación doméstica. Si este escenario persiste durante el año y en la medida que esta reducción de costos se traslade a los precios finales, presionaría la inflación a la baja.

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

Recuadro I: Poder de compra de las exportaciones

Los Términos de Intercambio son los precios relativos, en el mercado mundial, de las exportaciones de un país en relación a sus importaciones. Si los precios de las exportaciones de un país suben en relación a los de sus importaciones, el país mejora sus términos de intercambio. En otras palabras, si los ingresos provenientes de las exportaciones permiten pagar un volumen de importaciones cada vez mayor, existe una mejora de los términos del intercambio para el país exportador y viceversa.

Los indicadores más utilizados para medir los términos de intercambio son el índice de términos de intercambio tradicionales (TDI), también llamados términos de intercambio de trueque², y los términos de intercambio de ingreso³ o poder de compra de las exportaciones (PCE).

El índice TDI en el año t, es definido como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones de un país y el índice de precios de sus importaciones, medidos ambos por el índice de valor unitario:

$$TDI_t = \frac{\text{Índice de Valor Unitario de Exportación (IVUE}_t)}{\text{Índice de Valor Unitario de Importación (IVUM}_t)}$$

$$TDI_t = \frac{P_t^X}{P_t^M}$$

Donde:

$$P_t^X = IVUE_t$$

$$P_t^M = IVUM_t$$

Los índices de valor unitario utilizados para Paraguay son del tipo Laspeyres (pesos fijos) aplicados sobre el rango relevante de exportaciones (N_x) e importaciones (N_m) de productos. A continuación se detalla la metodología del cálculo de los índices de valor unitario:

² Llamado “barter terms of trade” por la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).

³ Llamado “income terms of trade” por la UNCTAD.

$$P_t^X = \frac{\sum_{k \in N_x} (P_{kt}^X Q_{k0}^X)}{\sum_{k \in N_x} (P_{k0}^X Q_{k0}^X)}$$

$$P_t^M = \frac{\sum_{k \in N_m} (P_{kt}^M Q_{k0}^M)}{\sum_{k \in N_m} (P_{k0}^M Q_{k0}^M)}$$

donde:

P_{kt}^X es el de precio de exportación del producto k en el año t, P_{k0}^X es el de precio de exportación del producto k en el año base, Q_{k0}^X es la cantidad de exportación del producto k en el año base, P_{kt}^M es el de precio de importación del producto k en el año t, P_{k0}^M y Q_{k0}^M son el de precio y la cantidad de importación del producto k en el año base, respectivamente, N_x y N_m representan los rangos relevantes de exportaciones e importaciones, respectivamente.

El índice TDI considera únicamente las variaciones de los precios de las exportaciones en relación a las importaciones, sin tener en cuenta la mejora en volúmenes de producción.

Este hecho queda demostrado cuando países cuyas estructuras productivas van cambiando de exportadores de commodities a exportadores de productos más sofisticados (o manufacturados), sus términos de intercambio se deterioran. Esto se debe a que el rápido crecimiento de las exportaciones de este tipo de manufacturas ha intensificado la competencia de estos bienes en los mercados internacionales, ejerciendo de este modo presión a la baja en sus precios. Este fenómeno se observa principalmente en los países en desarrollo (Véase United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2005).

Así, los TDI al no considerar la mejora en los volúmenes de producción impiden cuantificar en forma real la capacidad que tiene un país de importar bienes con respecto a sus exportaciones. A fin de evaluar la capacidad que dispone un país de importar bienes, es más significativo mirar los términos de intercambio de ingreso, también conocido como el poder de compra de las exportaciones (PCE).

El PCE en el año t , es definido como el índice de los términos de intercambio multiplicado por el índice de cantidad de exportaciones, Q_t^x :

$$PCE_t = TDI_t Q_t^x$$

Donde:

$$Q_t^x = \frac{\text{Índice de Valor de Exportación (IVE}_t)}{\text{Índice de valor Unitario de Exportación (IVUE}_t)}$$

$$IVE_t = \frac{\sum_{k \in N_x} (P_{kt}^x Q_{kt}^x)}{\sum_{k \in N_x} (P_{k0}^x Q_{k0}^x)}$$

Donde:

P_{kt}^x y Q_{kt}^x son el de precio y cantidad de exportación del producto k en el año t , respectivamente; P_{k0}^x y Q_{k0}^x representan el de precio y la cantidad de exportación del producto k en el año base, respectivamente; N_x es el rango relevante de exportaciones, en tanto, el índice de Valor Unitario de Exportación es el definido anteriormente para el índice TDI.

Por tanto, el PCE queda definido como el ratio entre el índice de Valor de Exportación deflactado por el índice de Valor Unitario de importación:

$$PCE_t = \frac{IVUE_t}{IVUM_t} * \frac{IVE_t}{IVUE_t} = \frac{IVE_t}{IVUM_t}$$

El PCE mide cuantas unidades físicas de importación, a precios del año base, se pueden adquirir con las exportaciones del periodo. Mide, en promedio, la capacidad de compra que tienen las exportaciones de un país con el resto del mundo. Así, la capacidad de compra de las exportaciones de un país depende de los tradicionales términos de intercambio (precios relativos de las exportaciones respecto a las importaciones) y del volumen exportado.

La diferencia entre el PCE y el índice de cantidad de exportaciones ($PCE_t - Q_t^x$) corresponde a la ganancia derivada del comercio (o pérdida, si es negativo) experimentado por un país determinado.

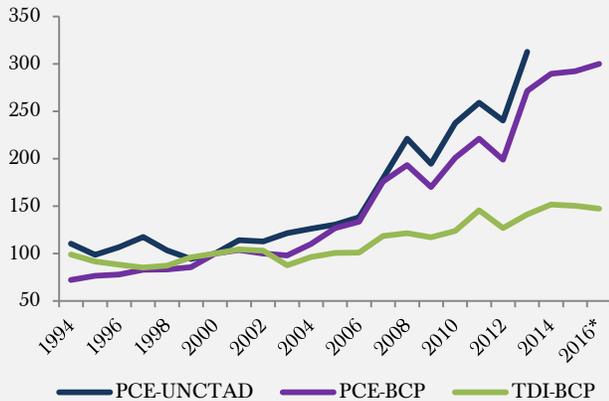
Si la caída en los términos de intercambio de un país es sobre-compensada por un aumento en el volumen de sus exportaciones, el país registrará un incremento en el poder adquisitivo de sus exportaciones. Por tanto, un aumento del poder de compra de las exportaciones indica que el país puede incrementar sus importaciones sin afectar negativamente su balanza comercial. Asimismo, si la productividad en sus industrias de exportación se incrementa rápidamente, el país puede obtener una cantidad mayor de importaciones a partir de la misma cantidad de factores utilizados para las exportaciones, aun cuando aparentemente los términos de intercambios tradicionales se deterioran (Véase UNCTAD, 2005).

Resultados

Con el objetivo de capturar la mejora en los volúmenes de exportación del país y su interacción con los movimientos en los precios de las exportaciones e importaciones, se procedió a calcular el PCE. Las estadísticas para la construcción del PCE son las proveídas por el Departamento de Estadísticas del Sector Externo del Banco Central del Paraguay. El indicador fue construido utilizando como periodo base el año 2000, con el objetivo de que sea comparable con los índices publicados por la UNCTAD.

Poder de Compra de las Exportaciones y Términos de Intercambio Tradicionales

Índice 100 = 2000



*Proyecciones

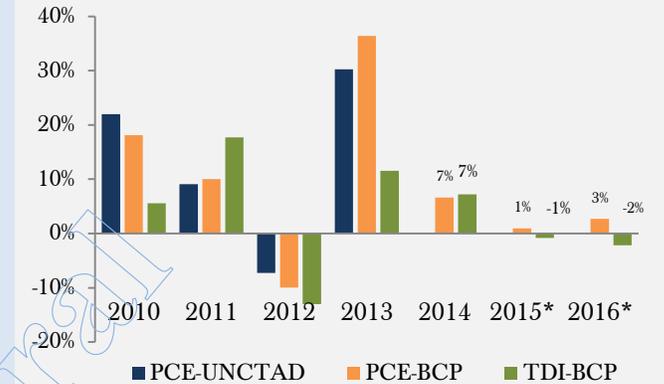
Fuente: BCP, Departamento de Estadísticas Macroeconómicas

El TDI - BCP presenta pocas variaciones hasta el 2003, año en que se da un cambio de tendencia provocado por el incremento de los precios de los commodities.

El PCE - BCP y PCE - UCTAD muestran incrementos más sostenidos a lo largo del tiempo, ya que Paraguay fue incrementando los volúmenes exportados debido a la mejora sostenida de la productividad del sector exportador junto con el incremento en los precios de los commodities.

Poder de Compra de las Exportaciones y Términos de Intercambio Tradicionales

Variación Interanual



*Proyecciones

Fuente: BCP, Departamento de Estadísticas Macroeconómicas

Las proyecciones del PCE - BCP y del TDI - BCP presentan desaceleraciones para el 2015. En ese sentido, el PCE - BCP luego de terminar el 2014 con un incremento del 7%, reduce su dinámica al 1% para el 2015. Por otra parte, los términos de intercambio tradicionales presentan una reducción del 1%. Ambos comportamientos se deben a las menores proyecciones de los precios de commodities para el 2015, los cuales en el PCE - BCP son compensados por una mejora en los volúmenes de exportación de carne y productos industrializados.

Las proyecciones para el 2016 del PCE - BCP presentan una mejora en comparación al año anterior, situación que no se da en el TDI - BCP debido a que las proyecciones de precios internacionales para ese año aún siguen a la baja.

Conclusiones

El poder de compra de las exportaciones capta la mejora de volúmenes de exportación y muestra la capacidad que tiene una economía de adquirir importaciones con sus exportaciones. Aun así, el PCE no está blindado de las variaciones de los precios internacionales, por lo que situaciones donde la reducción de los precios de las exportaciones (o incrementos de los precios de las importaciones) no son compensadas por incrementos en los volúmenes exportados, se producirá un desequilibrio en la balanza comercial del país.

Referencias

Reinsdorf, Marshall B. (October 2009). Terms of Trade Effects: Theory and Measurement. U.S. Bureau of Economic Analysis.

World Trade Organization and the United Nations Conference on Trade and Development. (2012). A Practical Guide to Trade Policy Analysis. Disponible en https://www.wto.org/english/res_e/publications_e/practical_guide12_e.htm

Trade and Development Report, 2005. (2005). United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Disponible en <http://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=2130>

Banco Central
del Paraguay

Recuadro II: Transmisión de tasas de interés: Evidencia para Paraguay

Metodología

El análisis se enfoca en tratar de identificar las relaciones dinámicas entre las tasas de interés interbancaria, de créditos y de depósitos, ya que se constituyen en la primera etapa del canal de transmisión de la política monetaria.

Las relaciones entre las tasas de interés se pueden aproximar por un modelo VARX⁴ en forma reducida, siguiendo a Bernanke y Blinder (1992), a continuación:

$$y_t = A_0 + A(L)y_{t-1} + M(L)p_t + e_t$$

donde $y_t = (r_t^L, r_t^D, r_t^M)'$ es el vector que contiene los niveles de las tasas activas de los bancos comerciales, la tasa pasiva y la tasa interbancaria. Las tasas están expresadas en términos nominales. El término $p_t = r_t^S$ representa a la tasa de política monetaria, variable que se considera exógena al sistema, y su inclusión permite modelar el efecto de las decisiones de política sobre las demás tasas de interés. Por último, L representa el operador de rezagos, es decir, $L^j y_t = y_{t-j}$.

Las variables consideradas se presentan en frecuencia mensual durante el periodo comprendido entre enero de 2004 y mayo de 2014. Para las tasas activas se hace una distinción entre una serie que incluye tarjetas de créditos y sobregiros y otra que no las considera. Todas las series se toman como promedios mensuales del sistema financiero.

Las estimaciones se realizan, en primer lugar, para la muestra completa y, posteriormente, para una muestra que va de 2009 a 2014, de modo a analizar el traspaso para un periodo más reciente, y luego comparar los resultados.

Resultados

Los resultados obtenidos, al considerar en el modelo a la tasa activa promedio excluyendo a las tasas de tarjetas de créditos y sobregiros, dan cuenta de un bajo traspaso de los choques de la tasa de política monetaria a las tasas de mercado, considerando el periodo 2004 - 2014. Sin embargo el traspaso es mayor y más rápido durante el periodo más reciente, aumentando la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, pero siendo aún incompleta. Los resultados son similares al considerar a la tasa activa promedio total.

Los resultados se detallan en los cuadros a continuación.

⁴ El paquete econométrico STATA permite estimar el modelo VARX, incluyendo en el sistema de ecuaciones bloques de variables exógenas. Al mismo tiempo se pueden realizar análisis de impulso - respuesta de choques en las variables exógenas incluídas y sus efectos en las endógenas del sistema.

FUNCIONES DE IMPULSO - RESPUESTA ACUMULADAS

Variables endógenas: Call Interbancario, Tasa Activa sin TC ni S, Tasa Pasiva promedio
Variable exógena (shock): Tasa de Política Monetaria

Tasa \ Respuesta	2004 - 2014	Duración (meses)	2009 - 2014	Duración (meses)
Interbancaria	0,61	10	0,84	6
Activa sin TC ni S	0,30	18	0,65	15
Pasiva	0,08	15	0,48	18

Fuente: Cálculo del autor.

FUNCIONES DE IMPULSO - RESPUESTA ACUMULADAS

Variables endógenas: Call Interbancario, Tasa Activa Total, Tasa Pasiva promedio
Variable exógena (shock): Tasa de Política Monetaria

Tasa \ Respuesta	2004 - 2014	Duración (meses)	2009 - 2014	Duración (meses)
Interbancaria	0,62	16	0,84	6
Activa Total	0,24	24	0,63	20
Pasiva	0,13	30	0,48	18

Fuente: Cálculo del autor.

Posteriormente, se analizó el traspaso a las tasas de mercado desagregadas, en reemplazo de las tasas activas promedios. Conforme a lo obtenido anteriormente, el traspaso es mayor y la convergencia más rápida en el periodo más reciente para la mayoría de las tasas. En este sentido, un resultado destacado es la respuesta acumulada de la tasa personal de consumo, con una respuesta cercana a 1 en el periodo 2009 -

2014, mientras que entre 2004 y 2008 el efecto encontrado fue negativo. Las demás tasas tienen el comportamiento esperado, con excepción de las personales, para la vivienda y la denominada como otros, las cuales presentan una menor respuesta a los choques de política monetaria.

Los resultados se resumen en los cuadros en la página siguiente.

FUNCIONES DE IMPULSO - RESPUESTA ACUMULADAS

Variables endógenas: Call Interbancario, DESAGREGACION, Tasa Pasiva promedio

Variable exógena (shock): Tasa de Política Monetaria

Periodo estimado: 2004m1 - 2014m5

Modelos	Ecuación 1		Ecuación 2		Ecuación 3		Ecuación 4		Ecuación 5		Ecuación 6		Ecuación 7	
	R.A.*	Meses	R.A.	Meses										
Interbancaria	0,63	15	0,54	15	0,68	20	0,61	18	0,59	15	0,66	15	0,65	20
DESAGREGACION	Comercial	0,21	24											
	Desarrollo			0,48	22									
	Pers. Consumo					-0,24	18							
	Pers. Vivienda							0,24	18					
	Otros**									0,75	24			
	Sobregiros											-0,16	12	
	Tarj. Créditos													-0,48
Pasiva	0,12	24	-0,03	24	0,22	24	0,08	24	0,05	18	0,20	20	0,17	24

* R.A.: Respuesta acumulada.

** Incluye Préstamos al Personal, Préstamos Varios y Adelantos por Cuenta de Importadores.

Fuente: Cálculo del autor.

FUNCIONES DE IMPULSO - RESPUESTA ACUMULADAS

Variables endógenas: Call Interbancario, DESAGREGACION, Tasa Pasiva promedio

Variable exógena (shock): Tasa de Política Monetaria

Periodo estimado: 2009m1 - 2014m5

Modelos	Ecuación 1		Ecuación 2		Ecuación 3		Ecuación 4		Ecuación 5		Ecuación 6		Ecuación 7	
	R.A.*	Meses	R.A.	Meses										
Interbancaria	0,81	10	0,80	12	0,81	9	0,81	9	0,82	12	0,80	12	0,82	12
DESAGREGACION	Comercial	0,64	15											
	Desarrollo			0,53	18									
	Pers. Consumo					0,99	6							
	Pers. Vivienda							-0,23	15					
	Otros**									0,11	9			
	Sobregiros											0,21	12	
	Tarj. Créditos													0,67
Pasiva	0,48	18	0,47	18	0,47	15	0,45	12	0,44	12	0,46	12	0,47	18

* R.A.: Respuesta acumulada.

** Incluye Préstamos al Personal, Préstamos Varios y Adelantos por Cuenta de Importadores.

Fuente: Cálculo del autor.

Conclusiones

Utilizando un modelo VARX, se verifica la existencia de un canal de transmisión de política monetaria en Paraguay durante el periodo 2004 – 2014.

Los resultados de las funciones de impulso respuesta indican, para los periodos analizados (2004m1 – 2014m5 y 2009m1 – 2014m5), que la transmisión de un choque en la tasa de política monetaria es incompleta sobre las tasas de interés de mercado, es decir, no existe una relación uno a uno entre los cambios en la tasa de política monetaria y los cambios en la tasa de interés interbancaria y las tasas de interés del sistema financiero.

Sin embargo, se verifica que la transmisión de un choque en la tasa de política sobre las tasas del mercado es más elevada en el periodo restringido a 2009m1 – 2014m5, lo que sugiere mayor credibilidad y efectividad de las medidas del Banco Central en el periodo más reciente.

Bibliografía

Acosta - Ormaechea, S., y D. Coble (2013). Canales de Transmisión de la Tasa de Interés y el Tipo de Cambio en Economías Dolarizadas y No Dolarizadas: Los casos de Chile, Nueva Zelanda, Perú y Uruguay. *Economía Chilena*, Vol. 16, N° 1, Banco Central de Chile.

Ahumada, L., and J.R. Fuentes (2004). Banking Industry and Monetary Policy: An Overview, In: *Banking Structure and Monetary Policy*, Central Bank of Chile.

Becerra, O., y L.F. Melo (2008). Transmisión de tasas de interés bajo el esquema de metas de inflación: evidencia para Colombia, *Borradores de Economía* N° 519, Banco de la República.

Bernanke, B., and A. Blinder (1998). Credit, Money and Aggregate Demand, *American Economic Review*, Vol. 78, N° 2.

Bernanke, B., and M. Gertler (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, N° 4.

De Bondt, G. (2005). Interest Rate Pass - Through: Empirical results for the Euro Area, *German Economic Review*, Vol. 6, N° 1.

Freixas, X., and J.C. Rochet (1997). *Microeconomics of Banking*, MIT Press, Cambridge.

Loayza, N., and K. Schmidt - Hebbel (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview, In: *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, Central Bank of Chile.

Rojas, B. et.al. (2011). Modelo de Consistencia Macroeconómica de la Economía Paraguaya (MCM), Documento de Trabajo, Banco Central del Paraguay.

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 de consumo fija, correspondiente al Área Metropolitana de Asunción, (base 2007=100) y con una muestra representativa de 450 productos, clasificados por finalidad de gastos del consumo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Marzo 2015

Banco Central
del Paraguay



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay