



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo
2016



BCP © Derechos Reservados 2016

Banco Central del Paraguay



Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	9
I. Entorno Internacional y Regional	12
II. Mercados Financieros	18
III. Escenario Doméstico	21
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	28
Recuadro I	33
Estimación del crecimiento de mediano plazo de la economía Paraguaya	
Recuadro II	35
Metodología de cálculo del Índice de Precios al Consumidor en Paraguay	
Glosario	38

(*) 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.

Resumen Ejecutivo

En el contexto internacional, la actividad económica mundial apunta hacia un escenario de menor dinamismo. Con respecto a los países desarrollados, en Estados Unidos se prevé una recuperación más lenta a la indicada en el informe anterior. Igualmente, en la Eurozona las proyecciones de crecimiento se han corregido levemente a la baja. Entre los países emergentes, China continúa con su desaceleración, mientras que en Brasil los reportes de perspectivas de crecimiento se han ajustado aún más a la baja en los últimos meses. A partir de lo último, las tasas de crecimiento para los socios comerciales y socios de Paraguay han sido revisadas a la baja.

En Estados Unidos, el crecimiento del cuarto trimestre del 2015 se ha ido revisando al alza, aunque continúa ubicándose por debajo de lo registrado en el tercer cuarto. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantiene en zona contractiva, a pesar de haber mostrado un mayor nivel en febrero. En el mercado laboral, se sigue observando un panorama positivo, manteniéndose la tasa de desempleo a su nivel más bajo desde el 2007, a la par del continuo aumento de las nóminas no agrícolas.

Con relación a la Eurozona, la actividad económica mantiene el ritmo moderado de expansión, registrando en el cuarto trimestre una tasa similar a la del trimestre anterior. El sector manufacturero, si bien continúa en zona expansiva, el nivel del PMI en marzo se ubicó por debajo de lo señalado en el IPoM de diciembre. Por su parte, la tasa de desempleo continúa descendiendo, aunque se mantiene en un nivel por encima respecto del promedio histórico. En la reunión de marzo, el Banco Central Europeo (ECB) volvió a dar un impulso monetario a la economía con la reducción de las principales tasas de interés y la expansión de su programa de compras de activos.

En China, continúa la desaceleración de la actividad económica, cerrando el 2015 con la tasa más baja en 25 años. Por su parte, el sector manufacturero registró una mayor contracción en febrero, explicada, entre otros, por un mayor deterioro en la producción y en las nuevas órdenes. A partir del crecimiento menor a la meta del gobierno, el Congreso aprobó un plan quinquenal, con el objetivo de alcanzar un crecimiento de 6,5-7,0% anual hasta el 2020.

En la región, Brasil sigue mostrando un deterioro en sus principales indicadores de actividad. Así, el Producto Interno Bruto mostró nuevamente una contracción en el último trimestre del 2015. Igualmente, en febrero, el PMI manufacturero registró un nivel muy por debajo a lo observado en el mes previo. Este último resultado se explicó por un acelerado ritmo de contracción en la producción, así como también a una importante caída en el empleo. En cuanto a los precios, se mantiene la elevada inflación, aunque con una leve desaceleración en el margen. El Banco Central del Brasil (BCB) decidió en la última reunión mantener la tasa de política monetaria. Por su parte, en Argentina se observó una desaceleración en su ritmo de expansión para el último trimestre del 2015, mostrando para el año una moderada tasa de crecimiento. Por otro lado, de acuerdo al Índice de Precios al Consumidor de la ciudad de Gran Buenos Aires (IPCGBA), la inflación de febrero estuvo muy por encima de la registrada al final del 2015, mientras que las expectativas privadas de inflación para el cierre del 2016 se incrementaron en marzo.

En el contexto doméstico, la actividad económica se moderó en el transcurso del 2015, principalmente en el segundo semestre, afectada en gran medida por el entorno internacional y regional más debilitado. Así, en el cuarto trimestre, el PIB registró un crecimiento de 1,1%, menor al de los trimestres previos, explicado por el menor dinamismo observado en los sectores terciario y secundario. Por el lado del gasto, este resultado se debió a la desaceleración del crecimiento del consumo (privado y público) y a la caída de las inversiones. Por su parte, la demanda externa neta mostró un mejor desempeño en el periodo de referencia. Con este resultado, el PIB acumuló un crecimiento de 3% en el 2015.

Respecto de la inflación, la misma se ha incrementado desde el último IPoM, explicada principalmente por aumentos de precios en algunos productos alimenticios y en los servicios relacionados a la educación. Por su parte, la reciente apreciación del guaraní influyó en la disminución de los precios de los bienes duraderos, como así también la reducción de la cotización

del petróleo permitió la disminución de precios de los combustibles en el mercado doméstico. En el primer trimestre del 2016, el promedio de la inflación interanual se ubicó en 5%, superior al 3,1% registrado en el cuarto trimestre del año anterior.

Por otro lado, las distintas medidas de tendencia de la inflación continuaron mostrando una trayectoria al alza, iniciada a mediados del 2015. La inflación núcleo interanual promedio se situó en 4,2% en el primer cuarto del 2016, superior al 3,5% registrado en el último trimestre. En este contexto, el CEOMA consideró prudente adoptar un perfil menos expansivo, incrementando la tasa de política monetaria (TPM) en 25pb en la reunión de enero, ubicándola en 6% anual, con el fin de evitar un deterioro de las expectativas de inflación y garantizar su convergencia a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política. En las reuniones de febrero y marzo, el Comité decidió que no era necesario realizar ajustes adicionales, por lo que mantuvo la TPM en 6% anual, teniendo en cuenta el entorno internacional y regional más complejo al previsto anteriormente y sus potenciales efectos sobre la economía local.

En el escenario base, la previsión de crecimiento para el 2016 se ubica en 3,0%, levemente por debajo de lo señalado en el IPoM de diciembre. Esta corrección se explica fundamentalmente por un ajuste a la baja en las principales actividades de los sectores terciario (comercio) y secundario (manufactura), mientras que el crecimiento del sector primario fue revisado al alza debido a una mejora en las estimaciones de crecimiento de la producción agrícola.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	4,7	2,7	0,7
Agricultura	6,3	3,1	0,6
Ganadería	-1,3	1,5	0,1
Otros Primarios	7,3	0,8	0,0
Sector Secundario	2,0	4,2	1,0
Manufactura	1,9	1,9	0,2
Construcción	4,4	7,5	0,3
Electricidad y Agua	1,3	5,2	0,5
Sector Terciario	2,8	2,5	1,1
Gobierno General	5,5	3,6	0,3
Comercio	0,0	-1,8	-0,3
Comunicaciones	-0,2	3,0	0,1
Otros Servicios†	4,7	5,7	0,9
Impuestos	1,2	3,0	0,2
PIB a precios de mercado	3,0	3,0	3,0
PIB no agrícola a precios de mercado	2,2	3,0	
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,4	2,7	

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Por su parte, la inflación proyectada en el escenario base para diciembre 2016 se ubica en 5,2%, por encima de la señalada en el informe anterior. Esto se explica fundamentalmente por el significativo incremento de los precios de los rubros volátiles observado en enero de 2016. Por su parte, las proyecciones de la inflación subyacente se mantienen relativamente estables.

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

En línea con la evolución prevista de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación, la trayectoria de ésta se mantendría dentro del rango de tolerancia en el 2017 con una gradual convergencia hacia la meta del 4,5% anual en el horizonte de política monetaria, en este caso el primer trimestre del 2018.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,0	5,6	4,4	
Inflación IPC diciembre (**)	3,1	5,2	4,2	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,5	4,2	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,5	3,7	4,2	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,5

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

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

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

Con respecto a los escenarios de riesgo, en el ámbito externo resalta la incertidumbre sobre los futuros ajustes de la tasa de la Reserva Federal (Fed), dado el desempeño reciente de la economía de Estados Unidos y el panorama global más incierto. Estos factores pueden generar eventualmente nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, afectando la prima por plazo y el comportamiento de las monedas de las economías emergentes. En China, persisten dudas sobre su crecimiento en el mediano plazo, por lo que una desaceleración mayor o un proceso de rebalanceo más lento influirán en los precios de los *commodities* exportados por Paraguay. En el plano regional persiste el debilitamiento económico, principalmente de Brasil, que enfrenta un complejo escenario económico, político y social y que no da señales de recuperación en el corto plazo.

Dado este panorama global más incierto, un riesgo relevante para la inflación local sigue siendo la evolución futura del tipo de cambio. En el caso que, eventualmente, surjan nuevos datos sólidos sobre el desempeño de la economía de Estados Unidos, aumentarán las expectativas de apreciación del dólar y que podrían trasladarse al mercado local. En la medida que el guaraní se debilite afectando los precios de los productos importados e influya en las expectativas de inflación, pueden registrarse incrementos en los precios de los productos de origen nacional. Sin embargo, mientras no se tengan señales claras de una recuperación robusta de la economía de Estados Unidos y se observe una mayor debilidad de la economía global, el ajuste de tasas de la Fed podría seguir postergándose. Bajo este escenario, y de continuar, por un lado, el menor ritmo de apreciación de la moneda doméstica relativo al de los socios comerciales con respecto al dólar (tal como se ha venido observando en los últimos meses), y por otro lado, las elevadas tasas de inflación de los países vecinos, podrían incrementar la inflación externa relevante para Paraguay.

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

Implementación de la Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Diciembre 2015.

En Diciembre, se señalaba la persistencia en la moderación en el ritmo de expansión de la economía mundial, el cual se veía afectado principalmente por el débil desempeño de los países emergentes. En el mundo desarrollado, pese a que las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos para el 2016 se habían revisado a la baja, la actividad económica evolucionaba favorablemente, mientras que la Eurozona seguía mostrando una lenta recuperación. En las economías emergentes, China continuaba desacelerándose, al tiempo que la región seguía en deterioro, sobre todo por el debilitamiento de la economía brasileña.

En Estados Unidos, aunque las cifras del tercer trimestre mostraban una moderación del crecimiento económico, el mercado laboral se mantenía robusto, con trayectoria decreciente de la tasa de desempleo. Dado lo anterior y considerando que los precios continuaron con una trayectoria en línea con el objetivo de la Reserva Federal, se inició el proceso de ajustes de tasas de interés. En general, esta decisión había sido tomada con calma, no obstante había discrepancias entre la Fed y el mercado sobre la velocidad de ajuste de la política monetaria.

La Eurozona se mantenía con un incremento moderado de la actividad económica, aunque el mercado laboral seguía fortaleciéndose con menores tasas de desempleo. Sin embargo, debido al riesgo de deflación y lento crecimiento, el Banco Central Europeo (ECB) aumentó las medidas de impulso monetario a través de la ampliación del programa de compra de activos hasta marzo de 2017.

En China, persistía la moderación de la actividad económica en el segundo semestre del 2015, con perspectivas de desaceleración hacia adelante, lo cual podía seguir afectando la caída de los precios de los *commodities*. Asimismo, se señalaba la reorientación de la economía, de un modelo de crecimiento basado en la inversión a uno basado en el consumo.

En la región, se reiteraba las correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento, fundamentalmente por el debilitado desempeño económico de Brasil, incidiendo de manera importante en una demanda externa más débil para la economía paraguaya. Así, en el tercer trimestre, Brasil había registrado nuevamente una disminución del crecimiento económico, acentuándose la recesión, además del complejo escenario político y la pérdida del grado de inversión de sus instrumentos de deuda. No obstante, la inflación seguía en ascenso, situándose por encima del rango meta. Bajo este escenario, el BCB nuevamente decidió mantener la tasa de referencia en 14,25% en su reunión de noviembre.

El panorama económico en Argentina permanecía frágil en el segundo semestre del 2015, con pocas señales de recuperación para el 2016. El nuevo gobierno se encontró con importantes desafíos en varios frentes. Con relación a la política cambiaria, una medida importante fue la eliminación de las restricciones (cepo) cambiarias, logrando un ajuste del tipo de cambio oficial a niveles acorde con los fundamentos de mercado.

En el ámbito doméstico, la actividad económica seguía con una expansión moderada, afectada de manera importante por el contexto global y regional más debilitado. Así, el crecimiento siguió desacelerándose en el tercer trimestre, debido principalmente al menor dinamismo de la construcción y los servicios con relación al segundo cuarto, a pesar del buen comportamiento de la agricultura y las binacionales y, en menor medida, al desempeño del sector manufacturero. Por el lado del gasto, aunque en menor medida, la demanda interna continuó siendo el soporte del crecimiento, debido a la caída de la demanda externa. Con relación a los precios, estos habían tenido una variación inferior en los últimos meses del año respecto del tercer trimestre. Ello, debido en parte a la mayor incidencia de la disminución de precios de algunos productos volátiles del rubro alimentos, que atenuaron el incremento de precios de los servicios y productos relacionados al tipo de cambio. No obstante, ya se señalaba que las medidas de tendencia de la inflación venían mostrando una trayectoria creciente.

En este contexto, el CEOMA consideró que la estrategia más apropiada era mantener el perfil de la política monetaria a la tasa de 5,75% anual en sus reuniones de octubre, noviembre y diciembre, a fin de asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte de proyección.

En el IPoM de diciembre, el escenario base contemplaba un crecimiento del PIB de 3% para el 2015, inferior al 3,7% previsto en el informe anterior. La revisión a la baja se debía principalmente a una menor expansión de los servicios y la industria manufacturera por el lado de la oferta. Por el lado del gasto, tanto la demanda interna como externa se ajustaron a la baja. Para el 2016, el incremento del producto se pronosticó en torno al 3,2%, sustentado principalmente por la expansión del comercio y los servicios gubernamentales, así como por la industria manufacturera y las construcciones. La inflación por su parte, se esperaba se ubique en torno al 4,2% a finales del 2016 con una convergencia gradual al 4,5% en el horizonte de política, en ese momento el cuarto trimestre del 2017.

Los factores de riesgo en el escenario externo hacían mención a la incertidumbre respecto de la velocidad de ajuste de tasas por parte de la Fed, teniendo en cuenta las diferencias en las expectativas del mercado y las declaraciones oficiales, lo cual podría afectar las expectativas de evolución del tipo de cambio. El lento proceso de rebalanceo de inversión a consumo en China, podía seguir presionando a la baja aún más los precios de los alimentos. En el ámbito regional, no se avizoraban señales de recuperación en la economía brasileña en el corto plazo, impactando aún más en el comercio fronterizo.

En el plano local, una mayor depreciación del guaraní, podía seguir afectando, no solo los precios de bienes finales e insumos importados, sino también las expectativas de inflación, que implicaría ajustes en los precios de productos de origen nacional. Los menores precios de los combustibles derivados del petróleo y la inflación externa relevante para Paraguay mitigarían las presiones sobre los precios domésticos.

Reuniones de enero, febrero y marzo

En enero, el panorama para las economías emergentes se había vuelto más complejo, además de la continuidad en la recuperación gradual y desigual de las avanzadas. La desaceleración y el proceso de rebalanceo del crecimiento de China, el deterioro de los precios de las materias primas y el inicio de subas de tasas por parte de la Reserva Federal seguirían afectando la dinámica del crecimiento global. En el ámbito regional, las perspectivas de crecimiento de Brasil seguían agravándose en un escenario de elevada inflación.

En lo interno, lo relevante fue que la inflación núcleo seguía con una trayectoria persistentemente ascendente desde mediados del 2015, fenómeno que también afectaba a otros países de la región. No obstante, los bajos precios de los combustibles contribuían a mitigar los efectos de la depreciación cambiaria sobre la inflación. La actividad, por su parte, continuaba con un moderado ritmo de crecimiento.

Bajo ese escenario, el CEOMA consideró que adoptar de manera oportuna un perfil de política monetaria menos expansivo era la estrategia más apropiada, de modo a evitar un deterioro de las expectativas de inflación, por lo que decidió aumentar la TPM en 25 puntos básicos a 6% anual, a fin de garantizar que la inflación proyectada converja a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política.

Para la reunión de febrero, el menor desempeño económico de Estados Unidos y las más bajas tasas de crecimiento de China, con relación a expectativas previas, la reducción del precio del petróleo y las fluctuaciones en las bolsas de valores del mundo habían vuelto al escenario externo aún más complejo. La economía brasileña seguía sin señales de recuperación, en medio de una inflación al alza. Además, en varios países de la región, la inflación se ubicaba por encima de sus respectivas metas, por lo que se habían implementado medidas de política monetaria menos expansivas.

En el ámbito doméstico, la elevada inflación del mes de enero se debió principalmente a la volatilidad en los precios de ciertos productos de la canasta, que se esperaba se reviertan hacia adelante. La inflación núcleo, en términos interanuales se había incrementado

nuevamente, pero se observó una desaceleración en el margen en términos mensuales. Además, el guaraní se había fortalecido, junto con otras monedas de la región. Ello, en gran medida, producto del debilitamiento del dólar estadounidense, debido a que la política monetaria estaría supeditada a la trayectoria de la economía norteamericana.

En este contexto, el CEOMA había considerado que, teniendo en cuenta la incertidumbre de la evolución en el contexto doméstico y, sobre todo, internacional, lo más prudente era mantener la TPM en 6% anual, asegurando así la convergencia de la inflación proyectada en torno al 4,5% en el horizonte de relevante de proyección.

En la reunión de marzo, la actividad económica en Estados Unidos seguía con una expansión moderada, mientras que en las principales economías emergentes persistía la desaceleración. Ante este escenario complejo y desigual, se mantenía la incertidumbre con relación a los ajustes futuros de política monetaria por parte de la

Fed. En la región, Brasil seguía con un magro desempeño económico y de sus expectativas de recuperación.

En el plano local, como se había señalado en la reunión de febrero, los elevados precios registrados en enero, producto de la volatilidad de precios de algunos bienes de la canasta, empezaban a mostrar una reversión. Además, las medidas de tendencia de la inflación seguían desacelerándose en el margen, incluso en términos interanuales. Por otra parte, el guaraní había registrado nuevamente una ligera apreciación en el último mes.

Con este escenario, el CEOMA consideró que no se requería ajustes en el perfil de la política monetaria, por lo que, nuevamente, decidió mantener la TPM en 6% anual, a fin de garantizar la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de política.

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

El escenario económico global y regional es más complejo respecto del último informe, lo que se ha reflejado en las correcciones a la baja de las proyecciones de crecimiento de las principales economías avanzadas y emergentes. El crecimiento mundial previsto para el 2016 se redujo a 2,5% (2,9% en el IPoM de diciembre). Entre las economías desarrolladas, si bien Estados Unidos continúa con su gradual recuperación, se prevé una menor dinámica en su ritmo de expansión respecto del último informe. En la Eurozona se mantiene la lenta recuperación, con una leve corrección a la baja en sus proyecciones tanto para el 2016 como para el 2017. Por otro lado, en China persiste una similar trayectoria de crecimiento a la señalada en diciembre. Por su parte, en la región se destaca el continuo deterioro de la economía brasileña, reflejándose a su vez en las correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales de Paraguay (tabla I.1).

En Estados Unidos, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el cuarto trimestre de 2015 fue 1,4% trimestral anualizado, superior a la primera y segunda estimación (0,7% y 1,0% respectivamente), pero inferior al del tercer cuarto (2,0%). La expansión del último trimestre del 2015 se explicó por la contribución positiva del gasto de consumo personal, de la inversión fija residencial y de los gastos del gobierno federal, mientras que la desaceleración respecto del tercer trimestre quedó reflejada principalmente por el menor ritmo de expansión de los gastos de consumo personal, por una caída en la inversión fija no residencial, en los gastos del gobierno local y estatal así como en las exportaciones. Por otro lado, en cuanto a la actividad manufacturera, el PMI (*Purchasing Managing Index*) fue 49,5 en febrero, el cual a pesar de mostrar un mayor nivel respecto al mes anterior, sigue en zona contractiva (gráfico I.1). En el mercado laboral, la tasa de desempleo permaneció en 4,9% en febrero, mientras que las nóminas no agrícolas se incrementaron en 242 mil.

La Eurozona registró un crecimiento de 0,3% t/t en el cuarto trimestre del 2015 (segunda estimación), similar al del trimestre anterior pero inferior a los dos primeros trimestres del año. Este crecimiento fue impulsado en gran medida por

Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

e): Estimación.

f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

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

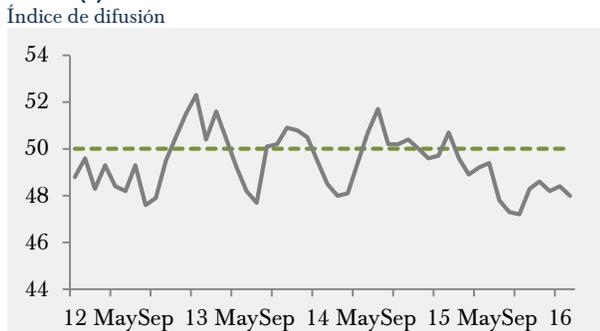
Gráfico I.2
Purchasing Managing Index (PMI) del sector manufacturero en Eurozona. (*)



(*) 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.

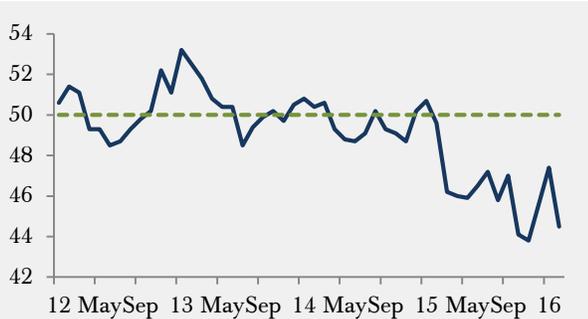
resultados positivos en la formación bruta de capital fijo, en el gasto de consumo de los hogares y en la variación de los inventarios. Entre los países más importantes del bloque, España presentó la mayor tasa de crecimiento (0,8%), seguido por Alemania (0,3%), Francia (0,3%) e Italia (0,1%). Así, el crecimiento de la Eurozona fue 1,6% en el 2015. En el sector manufacturero, el PMI de marzo fue 51,4, luego de alcanzar en febrero el nivel más bajo de los últimos doce meses (51,2) (gráfico I.2). Por su parte, en el mercado laboral se destaca la continua disminución en la tasa de desempleo, ubicándose en 10,3% en enero. En este escenario de modesto dinamismo, en marzo, el Banco Central Europeo (BCE), con el fin de impulsar la economía, decidió reducir las tasas de interés, como así también expandir su programa de compra de activos.

En China, el crecimiento del cuarto trimestre de 2015 se ubicó en 6,8% interanual, cerrando el año con una tasa de 6,9%, por debajo de la meta del gobierno (7%). En este contexto, el congreso aprobó un plan quinquenal (2016-2020), con el objetivo de impulsar la actividad económica, a fin de que la tasa de crecimiento promedio se ubique en un rango de 6,5% - 7% en dicho periodo. En el sector manufacturero se observó una mayor contracción en febrero, con un PMI de 48,0, cuatro décimas por debajo del nivel mostrado en enero (gráfico I.3). Este resultado se explicó por un mayor deterioro en la producción y las nuevas órdenes, así como por una mayor reducción de los puestos de trabajo y una caída más pronunciada de la existencia de productos terminados.

En Brasil, en el cuarto trimestre de 2015, el PIB presentó una contracción de 1,4% trimestral, explicada por una caída en la industria y en el sector servicios, atenuada por la expansión del sector agropecuario. Así, la economía brasileña cerró el 2015 con una caída de 3,8%. En el sector manufacturero, el PMI sigue ubicándose en zona contractiva con un índice de 44,5 en febrero, menor al observado en enero (47,4) (gráfico I.4). Este resultado se debe principalmente a un acelerado ritmo de contracción en la producción, así como también a una importante caída en el empleo. En el mercado laboral, la tasa de desempleo del mes de enero fue 7,6%, mayor a la de diciembre (6,9%). La delicada situación política actual podría empeorar el deteriorado panorama económico para el año 2016. En línea con esto, las proyecciones privadas de crecimiento se revisaron a la baja, con una contracción de 3,6% para 2016 y un crecimiento de 0,4% para el 2017.

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

Índice de difusión

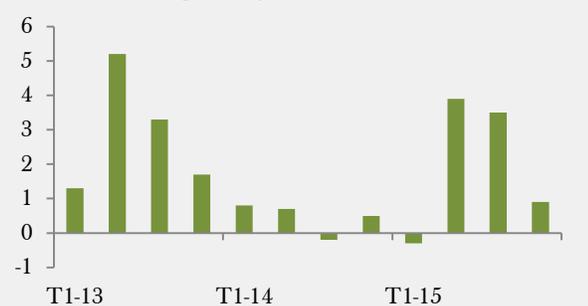


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por HSBC.

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.5
Argentina: Producto Interno Bruto trimestral

Variación interanual, porcentaje



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6
Inflación en economías desarrolladas

Variación interanual, porcentaje



— EE.UU. — Eurozona

--- Meta de mediano plazo

Fuente: Bloomberg.

Debido a este debilitado escenario económico y político, la calificadora de riesgos *Moody's* redujo la calificación soberana de los instrumentos de deuda de Brasil, perdiendo el grado de inversión.

En Argentina, según estimaciones preliminares, el PIB se expandió 2,1% en el año 2015. A su vez, las cifras de crecimiento trimestral para el tercer y cuarto trimestre alcanzaron las tasas de 3,5% y 0,9%, respectivamente (gráfico I.5). Por otro lado, el gobierno argentino continúa con sus planes de regularizar los pagos relacionados a la deuda pública y de reducir el déficit fiscal.

Inflación y Política Monetaria

Entre los países avanzados, Estados Unidos ha venido mostrando tasas de inflación levemente superiores a las registradas en los últimos meses del 2015. La variación del índice de precios al consumidor fue 1,0% interanual en febrero, mientras que la inflación núcleo alcanzó la tasa de 2,3%. En la Eurozona, la variación anual de precios en febrero se ubicó en -0,2%, explicada principalmente por la caída de los precios de energía, mientras que la inflación núcleo cerró con la tasa de 0,8% (gráfico I.6).

En la región, la inflación en Brasil se ubicó en 10,4% anual en febrero, levemente menor al 10,7% registrado en enero (gráfico I.7). Se prevé una tasa de inflación de 7,5% hacia fines de año. En la última reunión de marzo, el Banco Central de Brasil (BCB) decidió mantener nuevamente la tasa Selic en 14,25% anual, nivel en el que se ubica desde julio 2015.

En Argentina, el índice de precios al consumidor del Gran Buenos Aires (IPCBA) se incrementó 32,9% interanual en febrero, luego de haber cerrado el año 2015 en 26,9%. Por otro lado, las expectativas de inflación del sector privado para el cierre del año 2016 se incrementaron de 31,7% en febrero al 32,1% en marzo, sin embargo, para el 2017 las proyecciones se presentaron más optimistas. El nuevo Gobierno anunció su compromiso con la reducción de la inflación y que llevaría dos a tres años elaborar estadísticas comparables con los demás países de América Latina y el mundo. Se espera que el INDEC retome el relevamiento de precios en abril, previéndose la primera publicación para junio.

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje



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

Porcentaje

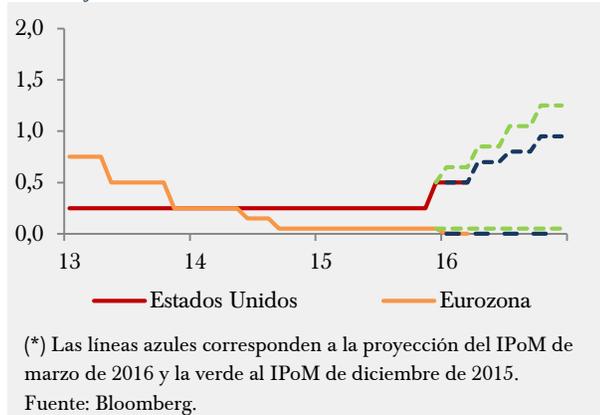
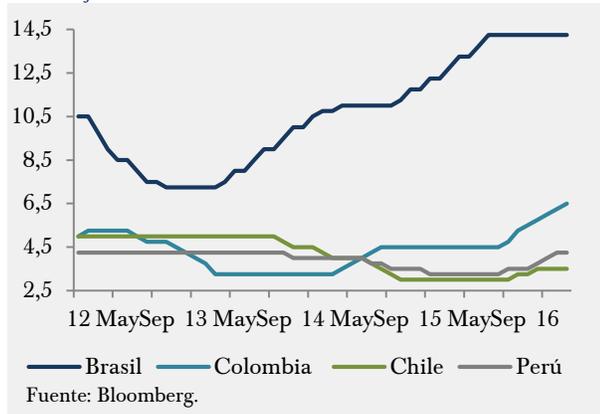


Gráfico I.9
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



Tras el último ajuste de las tasas interés realizado en diciembre del 2015, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo el rango objetivo de tasas de interés en 0,25% - 0,50% en la última reunión de marzo. Los desarrollos recientes de la economía estadounidense han incrementado la incertidumbre sobre la velocidad que tendrá el proceso de ajuste en el 2016. Así, de acuerdo a las expectativas, solamente se esperan incrementos de tasas durante dos ocasiones en el año. Por el contrario, en la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) decidió proporcionar un estímulo monetario con el fin de contrarrestar el aumento en los riesgos de deflación. En este contexto, el BCE tomó las siguientes medidas: i) recortar nuevamente su tasa de facilidad de depósito en 10pb hasta -0,4%; ii) reducir las tasas de las principales operaciones de financiamiento de 0,05% a 0,00% y iii) disminuir el tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito de 0,30% a 0,25% (gráfico I.8). Además, continuando con las medidas no convencionales, decidió ampliar el programa de compra de activos de 60 mil millones de euros hasta el monto de 80 mil millones de euros, a la vez que incorpora los bonos corporativos denominados en euros con calificación de grado de inversión entre los activos admisibles para el programa.

En otros países de la región de América Latina, Colombia decidió elevar su tasa de referencia en las reuniones de enero, febrero y marzo, hasta ubicarse en 6,5% anual. Esta decisión fue tomada con el objetivo de contener la inflación registrada en los últimos meses y la cual se ha venido manteniendo por encima de la meta. En Perú, el Banco Central elevó su tasa de política monetaria en las dos últimas reuniones hasta alcanzar la tasa de 4,25% anual en febrero, haciendo mención de la importancia de buscar detener las expectativas de inflación al alza (gráfico I.9).

Materias primas

Los precios de los principales *commodities* no energéticos se encuentran levemente por encima de los niveles observados hasta el último IPoM, excepto los correspondientes a los cereales (trigo y maíz) (gráfico I.10). El precio internacional de la soja, principal producto de exportación de Paraguay, se incrementó en torno al 1,1% respecto a diciembre.

Los precios del azúcar registraron también un leve comportamiento al alza, ubicándose 2,9% por encima de los

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

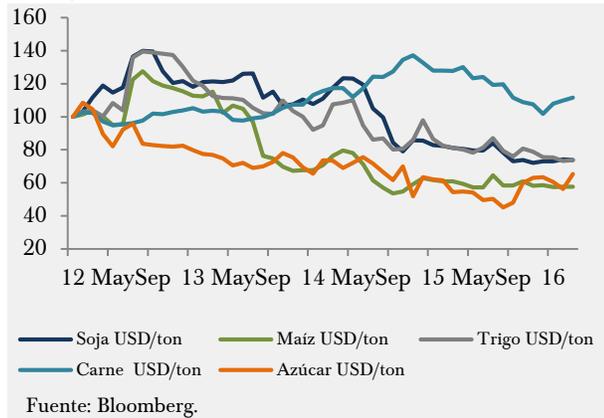
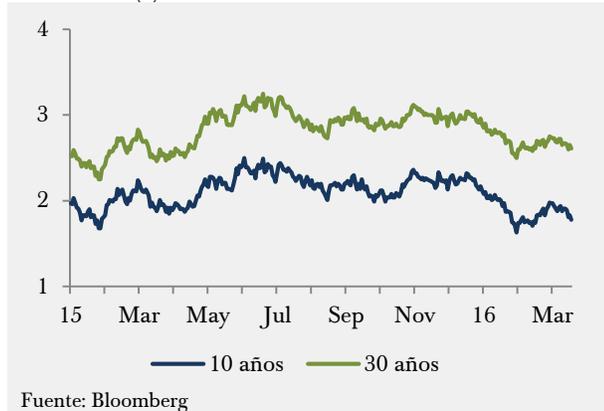


Gráfico I.11
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril



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



niveles mostrados en diciembre pasado (20,1% interanual). El incremento en los precios se ha iniciado en setiembre de 2015, a partir de la menor producción en Brasil, India Tailandia y China, los mayores productores de este rubro.

Entre los cereales, el precio del maíz registró un deterioro de 1,6% respecto de diciembre, mientras que la disminución interanual a marzo fue 5,3%. El trigo, por su parte, verificó una caída de 2,2% con respecto al cierre del 2015 y de 8,9% en términos interanuales.

Con relación al precio de la carne bovina se observó un incremento del 9,5% desde diciembre y una contracción del 12,7% en términos interanuales.

Entre los meses de febrero y marzo se ha podido observar una recuperación en los precios internacionales del petróleo, a partir de las expectativas sobre la posible reunión de los principales países productores y exportadores de la OPEP. Así, el precio del Brent se ha incrementado en 2,4%, mientras que el WTI en 1,8%, con respecto al último informe (gráfico I.11).

Mercados financieros internacionales

En los mercados bursátiles, las bolsas de EE.UU presentaron importantes caídas a inicios de año. Desde enero hasta la primera mitad de febrero los principales índices alcanzaron sus niveles mínimos en dos años. Estas caídas fueron explicadas principalmente por la marcada reducción en los precios internacionales del petróleo, los fuertes declives en las acciones del sector bancario y las crecientes incertidumbres acerca de la desaceleración del crecimiento mundial. Este comportamiento fue posteriormente revertido a partir de la recuperación de los precios del crudo y la postura cautelosa de la Fed respecto al futuro incremento de sus tasas, que despertó nuevamente el apetito por activos más riesgosos.

A comienzos de año, la reducción en los precios del petróleo fue acompañada por un incremento en la demanda de los bonos del tesoro de EE.UU (considerados como activos seguros), generando de esta manera una reducción en los rendimientos, que se fue extendiendo hasta la primera mitad de febrero. Posteriormente, dada la expectativa sobre el posible acuerdo entre los mayores productores mundiales del petróleo (tendientes a un recorte en la producción

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



(*) Valor del dólar frente al euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.
Fuente: Bloomberg.

mundial) y las declaraciones de la Fed acerca de la futura evolución de las tasas de los fondos federales, se generó una disminución en la demanda de estos bonos y la consecuente recuperación en los rendimientos. No obstante, los mismos se siguen ubicando por debajo de los señalados en el informe anterior. Así, los rendimientos a finales del primer trimestre de 2016 se ubicaron en 1,8% y 2,6% para los bonos de 10 años y de 30 años respectivamente, por debajo de los registrados a finales del 2015 (gráfico I.12).

En lo que se refiere al dólar americano, durante el primer trimestre del año, este se ha debilitado frente a las monedas de sus principales socios comerciales. Este resultado se explicó por la recuperación en los precios del petróleo, la postura de la Fed respecto a un incremento más gradual en las tasas de fondos federales y la perspectiva más moderada sobre el contexto económico externo e interno.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1
Tasas de política monetaria y de IRM

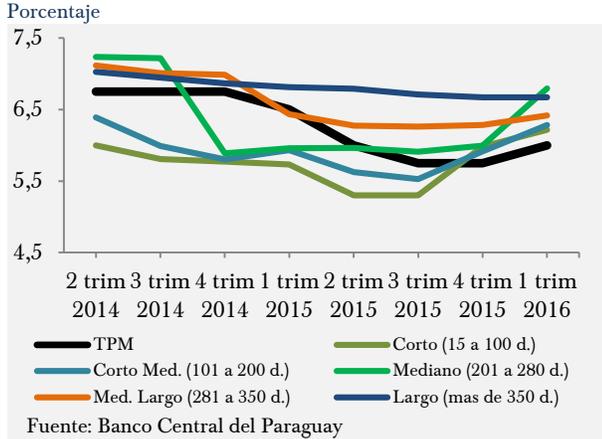


Gráfico II.2
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

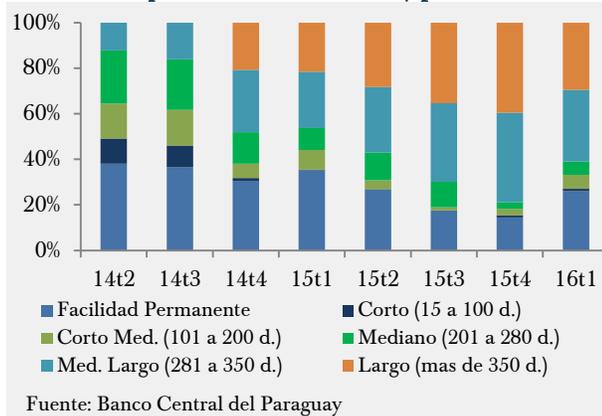
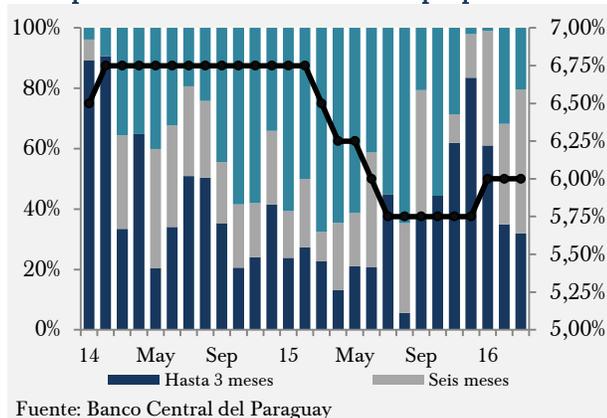


Gráfico II.3
Participación en la demanda de las LRM por plazos



Política Monetaria

En la reunión de enero, el Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) resaltaba el persistente comportamiento al alza de la inflación núcleo en los últimos meses, fenómeno que también estaba afectando a otras economías de la región. Ante dicho panorama, el Comité había considerado oportuno adoptar un perfil de política menos expansivo. De esta forma, se había decidido aumentar la tasa de interés de política monetaria (TPM) a 6,0% anual, con el fin de evitar el deterioro de las expectativas inflacionarias y así garantizar la convergencia a la meta del 4,5% anual en el horizonte de política.

Para el mes de febrero, dado el escenario externo más complejo y teniendo en cuenta que la trayectoria de la inflación esperada y sus expectativas se encontraban en línea con la meta, el Comité había tomado la decisión de mantener la TPM en 6,0% anual.

En la reunión de marzo, el Comité decidió que no era necesario un ajuste del perfil de política monetaria, por lo que nuevamente mantuvo la tasa de referencia en 6,0%, destacándose el persistente deterioro del escenario externo, la reciente reversión de los precios de los productos volátiles de la canasta doméstica y la desaceleración, en el margen, de las distintas medidas de tendencia de la inflación.

Instrumentos de Regulación Monetaria

En el primer trimestre de 2016 se observó un cambio en la composición de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), incluidas las colocaciones en la facilidad permanente de depósitos. Se verificó una reducción de la participación de las colocaciones de mayores plazos. Las colocaciones de mediano-largo y largo plazo representaban 79% del total en el cuarto trimestre, participación que se redujo a 61% en el primer cuarto (gráfico II.2).

Con respecto a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el primer cuarto las entidades financieras mostraron una mayor demanda por títulos de

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



Gráfico II.5
Créditos en MN y ME

Variación mensual, porcentaje

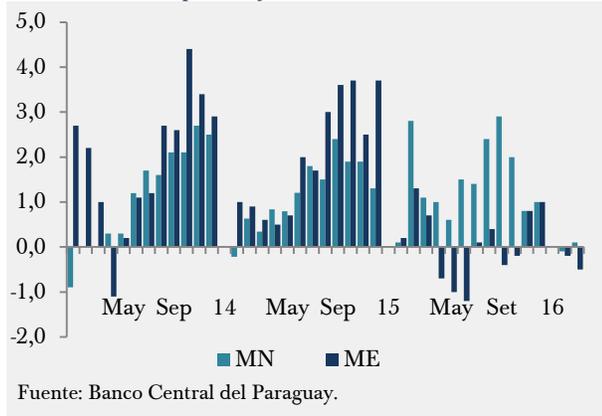
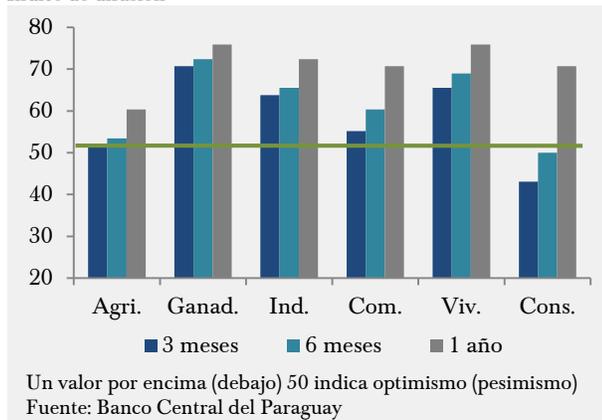


Gráfico II.6
Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



más corto plazo (3 y 6 meses) en detrimento de los instrumentos con plazo igual o mayor a 1 año (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Los créditos bancarios en moneda nacional (MN), si bien mantienen una tasa de crecimiento importante, se han desacelerado recientemente, mientras que los denominados en moneda extranjera (ME) comenzaron a contraerse. Así, en el mes de febrero los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 15,8%, por debajo del 19,2% registrada al final del año 2015 (IPoM de diciembre). Por otro lado, los créditos en moneda extranjera mostraron una reducción de 1,0% anual, luego de la tasa positiva del 1,1% observada en diciembre de 2015 (gráfico II.4).

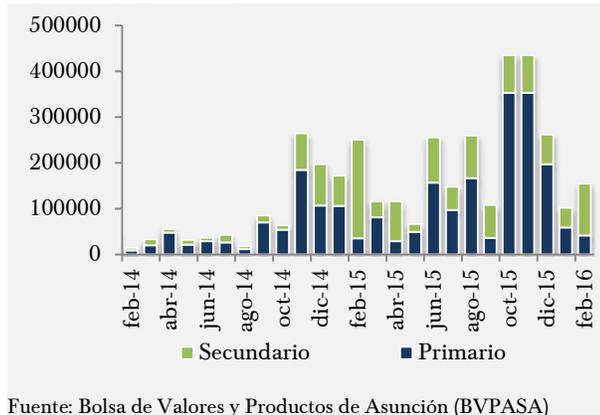
La caída de los créditos en moneda extranjera se explicó principalmente por la contracción observada en los créditos para el sector comercio, así como también para el sector servicios y para las familias. Con relación al comercio, los menores créditos al sector continuaron siendo explicados, en parte, por las menores ventas en las ciudades fronterizas.

Del total de créditos concedidos, los sectores de comercio, ganadería y familia siguen constituyéndose en los principales destinos de los mismos, con una participación de 66,9%. Con respecto a los concedidos en moneda extranjera (ME), la agricultura, la ganadería, el comercio y la industria continúan siendo los mayores adquirentes de créditos otorgados en dicha moneda, con 75,9% de participación.

De acuerdo a la encuesta de opinión sobre la “Situación General del Crédito”, las condiciones para la concesión de créditos se han vuelto menos favorables en el transcurso del año. Así, en el cuarto trimestre, el 24% de las entidades encuestadas respondió que la coyuntura actual es óptima para el otorgamiento de créditos, porcentaje similar al del cuarto previo, pero muy por debajo de los observados en los dos primeros trimestres del año (57% y 46%).

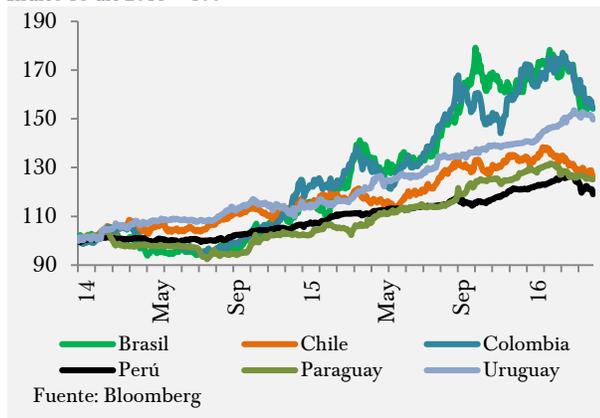
En cuanto a las perspectivas de concesión de créditos para los próximos tres meses, el 34% respondió que el crédito aumentará, por debajo de lo observado en la encuesta del tercer trimestre (45%). Por su parte, los indicadores de difusión de créditos por sectores para tres, seis y doce meses siguen ubicándose en niveles optimistas, excepto para los

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



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

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



Fuente: Bloomberg

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

créditos destinados al consumo a tres y seis meses (gráfico II.6).

Mercado bursátil

Al mes de febrero, las transacciones totales en la bolsa de valores se han reducido en torno a 39% con respecto a las observadas en el mismo periodo del 2015, explicada tanto por la disminución de las operaciones en el mercado primario (-29%) y secundario (-44%). Las transacciones en el mercado primario representaron 39,2% del total negociado, por encima de la participación observada en los primeros dos meses del año anterior (33,6%) (gráfico II.7).

Las negociaciones en la bolsa de valores continúan siendo principalmente sobre títulos de renta fija. Así, en el mes de febrero, del total de transacciones, los bonos representaron 73,1%, los bonos subordinados 20,7%, los bonos financieros 2,9%, los títulos de crédito 1,1% y las acciones 2,2%.

Por su parte, en febrero la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 10,8% para las operaciones en moneda nacional y 7,4% para aquellas en moneda extranjera (14,5% y 7,5% en febrero de 2015, respectivamente).

Tipo de cambio

En línea con el debilitamiento del dólar en los mercados internacionales y el fortalecimiento de las monedas de la región, el guaraní también se apreció en este primer trimestre. Así, la apreciación acumulada a marzo alcanzó 2,2%, en comparación a fines de diciembre de 2015. Por su parte, en la región el real brasileño ha mostrado una apreciación acumulada del 9,3%, tendencia que siguieron el peso chileno (5,8%), como así también el peso colombiano (5,4%) y el sol peruano (3,0%). Por otra parte, el peso uruguayo registró una depreciación de 6,0% (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) mostró una apreciación de 5,3% entre febrero de 2016 y noviembre de 2015, explicada básicamente por la mayor depreciación de las monedas de los socios comerciales, con respecto a la del guaraní, como así también por el incremento de la inflación doméstica a inicios de año (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

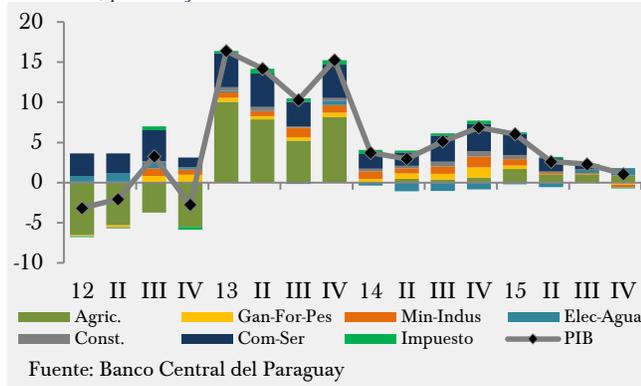
Sectores	Pond. 2014	2014				2015			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura	18,3	0,4	2,6	2,8	3,4	7,8	5,5	7,1	4,8
Ganadería, forestal y pesca	6,6	7,1	12,1	9,0	20,7	7,9	-0,7	-0,6	-3,6
Industria y minería	10,7	9,7	6,5	8,2	13,2	7,7	2,1	1,5	-2,8
Electricidad y agua	10,8	-2,9	-8,3	-8,5	-7,3	-1,6	-4,7	3,8	8,2
Construcción	3,7	9,6	9,8	15,6	19,2	15,5	4,8	1,5	-1,6
Servicios	43,4	4,5	3,8	7,4	7,7	6,3	3,8	1,3	0,2
Impuestos a los productos	6,5	9,0	3,7	4,6	6,8	2,8	2,0	1,7	-1,3
PIB Total	100,0	3,7	3,0	5,1	6,9	6,0	2,6	2,3	1,1
PIB sin Binacionales	90,9	4,7	4,5	7,1	8,7	7,0	3,7	2,2	0,3
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	72,6	6,2	5,1	8,0	10,2	6,8	3,2	1,2	-0,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2014	2014				2015			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda Interna	93,7	1,6	2,8	8,7	7,6	5,6	4,4	2,0	-0,9
Consumo hogares	63,9	0,5	2,0	5,5	6,7	3,0	3,3	2,4	1,0
Consumo gobierno	9,3	-3,1	1,8	10,1	7,0	13,0	7,3	4,0	2,4
Formación Bruta de Capital	20,5	8,5	6,0	18,3	10,6	11,8	6,5	0,1	-7,3
Exportaciones	59,4	7,9	1,4	2,1	6,3	2,1	-8,5	-7,9	1,9
Importaciones	53,1	4,8	0,9	7,6	7,8	0,4	-7,8	-9,1	-2,0
PIB Total	100,0	3,7	3,0	5,1	6,9	6,0	2,6	2,3	1,1

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

El dinamismo de la actividad económica se ha ido moderando en el transcurso del 2015, principalmente en el segundo semestre. El contexto internacional más complicado, sobre todo en el plano regional, se ha reflejado en la evolución de las variables de la economía doméstica.

Tras haberse registrado una tasa de crecimiento del PIB de 6% en el primer trimestre del 2015, la misma fue reduciéndose hasta ubicarse en 1,1% en el último cuarto, explicada principalmente por la desaceleración de las principales actividades en el sector servicios y en la industria manufacturera. La tasa acumulada para el año se situó en 3%, en línea con las últimas previsiones de crecimiento.

Por el lado de la producción, el crecimiento interanual del cuarto trimestre está sustentado por las contribuciones de la agricultura, la producción de energía eléctrica y algunos servicios (financieros, a los hogares, a las empresas y los gubernamentales) (tabla III.1).

En el cuarto trimestre, la producción agrícola presentó un incremento interanual de 4,8%, cerrando el 2015 con un crecimiento acumulado de 6,3%. Este resultado se debe fundamentalmente al significativo incremento de la producción de maíz, las mejoras en la producción de trigo y a la menor caída a la prevista inicialmente de la producción de soja.

El sector de la ganadería, forestal y pesca verificó una contracción interanual de 3,6% y sigue siendo explicada por el menor volumen de faenamiento de ganado bovino para la exportación, sobre todo lo destinado al mercado ruso. El sector cerró el 2015 con un crecimiento acumulado de 0,3%.

A su vez, el sector de electricidad y agua, presentó una variación interanual de 8,2%, explicada por el importante repunte en la producción de energía eléctrica de las binacionales. Con este resultado, el sector cierra el año con un incremento acumulado de 1,3% anual.

En la industria se registró una caída interanual de 2,8%, cerrando el 2015 con una tasa acumulada de 1,9%. La

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

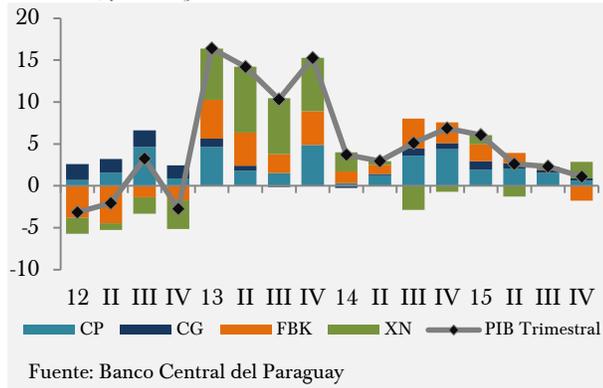


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

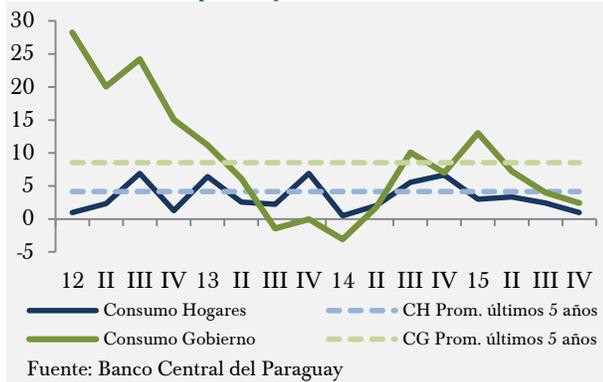
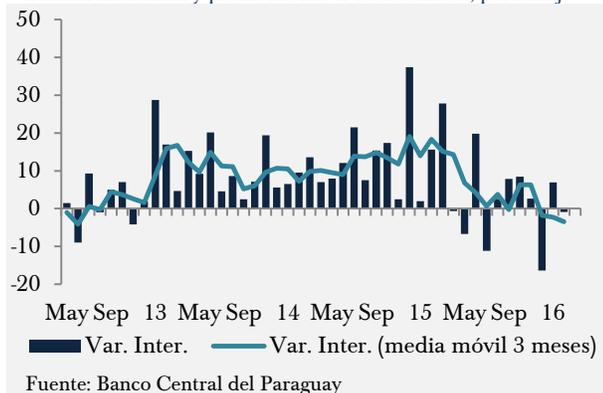


Gráfico III.4
Indicador del sector construcción
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



producción de azúcar, carne, minerales no metálicos, bebidas y tabacos, textiles, cueros y calzados registraron resultados negativos en el último trimestre del año anterior. A su vez, la actividad minera, por su estrecho vínculo con el sector de la construcción, mostró también un resultado menos favorable.

Por su parte, dentro de las industrias de alimentos se destacaron la elaboración de aceites, lácteos, molinerías y panaderías, mientras que dentro de las otras ramas industriales siguen sobresaliendo la producción de metálicos, papel, maquinaria y equipo, madera y químicos.

El sector de la construcción registró una caída interanual de 1,6% y con este resultado alcanzó un incremento acumulado en el 2015 de 4,4%. La desaceleración verificada en el sector en el segundo semestre del año fue resultado, en gran parte, de las mayores precipitaciones (fenómeno “El Niño”), que obstaculizó la ejecución normal de las obras del sector privado y público.

El sector de los servicios ha mostrado un moderado crecimiento interanual de 0,2%, acumulando con esto un crecimiento de 2,8% en el 2015. Las actividades que dieron lugar a este desempeño en el cuarto trimestre fueron la intermediación financiera, servicios a los hogares, servicios a las empresas, los servicios gubernamentales, hoteles y restaurantes. La desaceleración del sector terciario obedece fundamentalmente al debilitamiento de la actividad comercial, afectada en parte, por la caída en las ventas en las ciudades fronterizas, como resultado del mayor debilitamiento de la actividad económica de los países vecinos, principalmente del Brasil.

Por el lado del gasto, en el cuarto trimestre del 2015, la demanda interna mostró una leve contracción interanual de 0,9% y cerró el 2015 con un crecimiento acumulado de 2,5%. Al desagregar por componentes, se observa un crecimiento interanual de 1,2% en el consumo total y una caída de 7,3% de la formación bruta de capital (FBK).

Respecto del consumo, se verificaron resultados positivos para ambos sub-componentes, destacándose el consumo público con una variación interanual de 2,4% (4,0% en el trimestre previo) mientras que el consumo privado registró un incremento interanual de 1,0%, impulsado principalmente por las compras de bienes no durables

Gráfico III.5
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

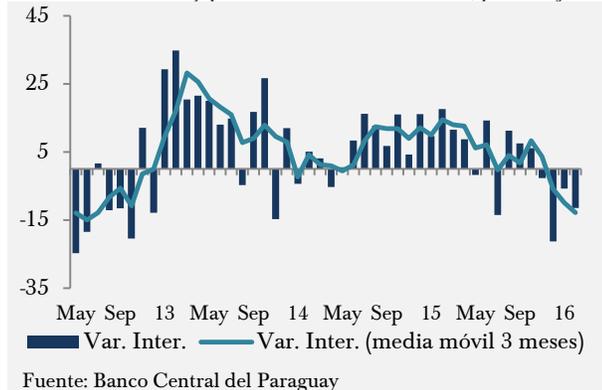


Gráfico III.6
Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

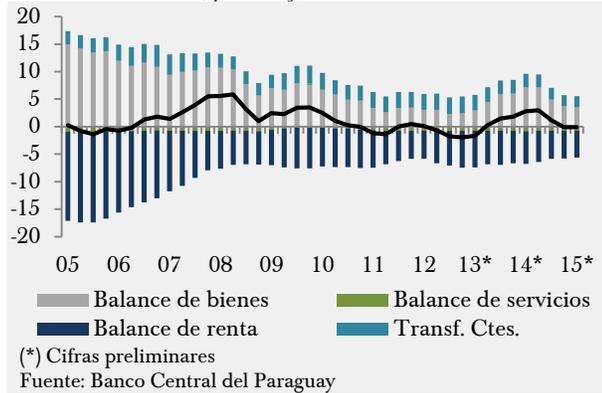


Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2014*	2015 *	2016 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	-127,0	-493,2	-359,3
Balanza Comercial	1.026,0	610,1	639,0
Exportaciones	13.105,2	10.926,9	10.203,7
Importaciones	-12.079,2	-10.316,8	-9.564,7
Servicios	-222,3	-244,9	-253,5
Renta	-1.536,9	-1.540,6	-1.461,2
Transferencia Corriente	606,2	682,2	716,4
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	-0,4	-1,8	-1,4

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

(alimentos y bebidas). Por su parte, las compras de bienes durables mostraron débiles resultados, afectadas negativamente, en parte, por la depreciación del tipo de cambio verificada en el cuarto trimestre del año.

En el mercado laboral, el desempeño positivo se ha ido moderando. En el cuarto trimestre, el número de empleos generados creció 3,8% interanual (inferior al 5,8% del trimestre anterior). Asimismo, el ingreso en términos reales registró un crecimiento interanual de 3,7% (4,6% en el trimestre anterior). La mayor generación de empleo se registró en los sectores secundario y terciario. Se siguen verificando incrementos del empleo en el sector de la construcción, aunque se observan reducciones en el sector comercial y manufacturero.

Por su parte, la formación bruta de capital verificó una variación interanual de -7,3% (0,1% en el trimestre anterior), explicada fundamentalmente por el menor dinamismo registrado en las construcciones y por las menores adquisiciones de maquinarias y equipos por parte del sector privado. De igual forma, las inversiones del sector público tuvieron una reducción interanual. Como se había señalado previamente, tanto las construcciones privadas como las obras públicas fueron afectadas por las condiciones climáticas adversas.

Con respecto al sector externo, las exportaciones han mostrado un leve repunte de 1,9% en términos interanuales, mientras que las importaciones han registrado una caída de 2,0%.

Conforme a los resultados indicados, la demanda externa neta registró una contribución de 2,0 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, mientras que la demanda interna tuvo una incidencia negativa de -0,9 puntos porcentuales (0,9 p.p. del consumo total y -1,8 p.p. de la formación bruta de capital).

Conforme a los indicadores adelantados de corto plazo, el dinamismo de la inversión, como así también de la actividad agregada, continuaría con un moderado dinamismo en el primer trimestre del año (gráficos III.4 y III.5). No obstante, la desaceleración de algunos sectores de la economía sería atenuada por la recuperación de la producción de energía eléctrica de las binacionales y una mayor dinámica de las construcciones.

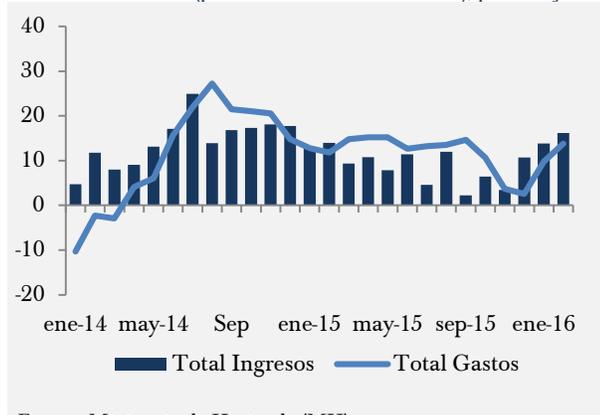
Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central
En miles de millones de Guaraníes

	Febrero 2015	Febrero 2016	Variación (%)
Ingreso total recaudado	3.763	4.398	16,9%
Ingresos tributarios	2.536	5.655	4,7%
Otros ingresos	1.228	1.742	41,9%
Gasto total obligado	3.577	4.185	17,0%
Remuneración a los empleados	1.948	1.957	0,5%
Uso de bienes y Servicios	296	417	40,9%
Prestaciones Sociales	561	566	0,8%
Otros Gastos	772	1.246	61,4%
Adquisición Neta de Activos No Financieros	333	251	-24,7%
Balance Operativo	186	212	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	-147	-39	
Resultado Operativo Primario	441	114	
Préstamo Endeudamiento Neto Primario	108	-100	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.7
Ingresos y gastos de la Administración Central

Variación interanual (promedio móvil de tres meses), porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Cuenta Corriente

Teniendo en cuenta el contexto internacional más deteriorado y la moderación de la actividad económica doméstica, se han revisado las estimaciones de las cuentas externas.

La actual estimación del déficit en cuenta corriente para el 2015 se sitúa en USD 493,2 millones (1,8% del PIB), levemente menor a los USD 510,2 millones señalados en el informe anterior. Este resultado se explica principalmente por un ajuste al alza en el saldo de las transferencias corrientes, mientras que la balanza comercial se revisó a la baja. La nueva estimación del saldo de la balanza comercial se ubicó en USD 610,1 millones, por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre (USD 614,2 millones), explicado por una corrección a la baja mayor en las exportaciones que en las importaciones.

Para el año 2016 se prevé un déficit en cuenta corriente de USD 359,3 millones (1,4% del PIB), menor a los USD 466 millones estimados en el informe anterior (tabla III.3). El resultado anterior se explica principalmente por una mayor revisión a la baja en las importaciones que en las exportaciones, lo que incrementa el saldo de la balanza comercial.

El menor nivel de exportaciones previsto en este informe, con respecto al señalado en el IPoM de diciembre, se debe principalmente a un ajuste a la baja en los precios de los principales *commodities* de exportación, una leve corrección a la baja en los envíos de granos de soja y carne, como así también a un menor nivel de reexportaciones.

Por el lado de las importaciones, la corrección a la baja se explica básicamente por una disminución de las importaciones bajo el régimen de turismo (destinados en gran parte a la reexportación) y por menores valores en los rubros relacionados al petróleo (combustibles) como consecuencia de los bajos precios previstos para el año.

Finanzas públicas

Al mes de febrero de 2016, la recaudación de la Administración Central se incrementó 16,9% respecto al mismo periodo del 2015, totalizando un monto de 4,4

Gráfico III. 8
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

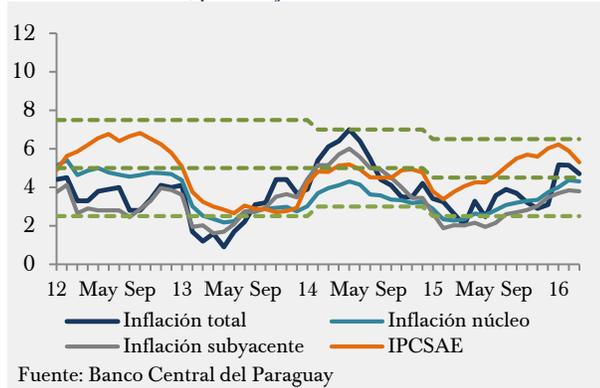


Gráfico III.9

IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

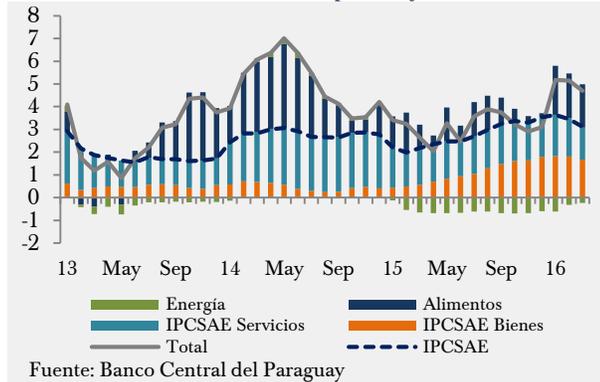
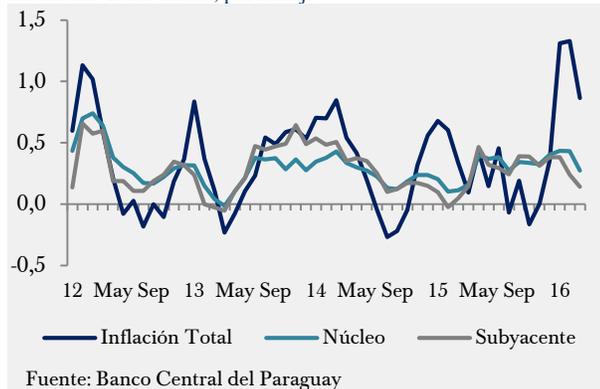


Gráfico III.10

Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje



billones de guaraníes. Los ingresos tributarios registraron un crecimiento acumulado de 4,7% a febrero.

Por su parte, el gasto total obligado verificó un incremento de 17% con relación al acumulado a febrero de 2015, explicado principalmente por el aumento en las partidas de uso de bienes y servicios y otros gastos (incluye intereses pagados).

En cuanto a la inversión del gobierno, en el mismo periodo la Adquisición Neta de Activos no Financieros se ubicó en 0,3 billones de guaraníes (aproximadamente USD 43 millones), que representa una disminución de 24,7% respecto al observado a febrero del 2015.

Dado lo anterior, el déficit fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central fue aproximadamente 39 mil millones de guaraníes.

Evolución de los precios

En el primer trimestre del 2016, la inflación se explicó fundamentalmente por incrementos de precios de unos pocos productos alimenticios y de algunos servicios. Por otra parte, la apreciación del guaraní respecto al dólar influyó en la disminución de precios de los bienes duraderos, como así también la reducción de la cotización del crudo en el mercado internacional permitió que los precios de los productos derivados del petróleo y de algunos servicios se reduzcan en el mercado doméstico.

En marzo, la inflación interanual se ubicó en 4,7%, por encima de la tasa del 3,1% observada en diciembre del año 2015. En el primer trimestre del año, el promedio de la inflación interanual se ubicó en 5%, superior al 3,1% registrado en el cuarto trimestre del 2015, y también por encima del promedio observado en el primer trimestre del año anterior (3,1%).

Las otras medidas de inflación se mantuvieron por encima, en promedio, de las tasas observadas en el cuarto trimestre del 2015, aunque se ha verificado una leve desaceleración en el margen (gráfico III.8). En el primer trimestre de 2016, la inflación núcleo, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 4,2%, 3,8% y 4,9%, respectivamente, por

Gráfico III.11
Inflación de bienes y servicios administrados
Variación interanual, porcentaje

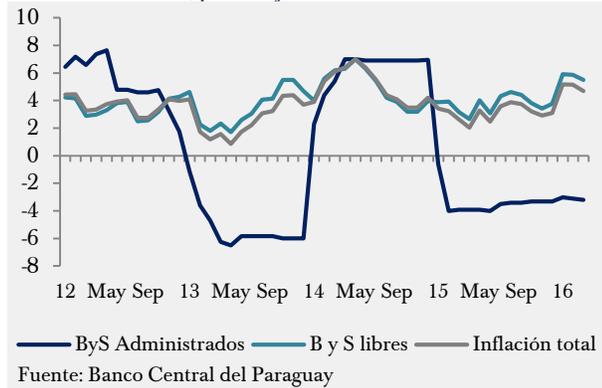


Gráfico III.12
Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

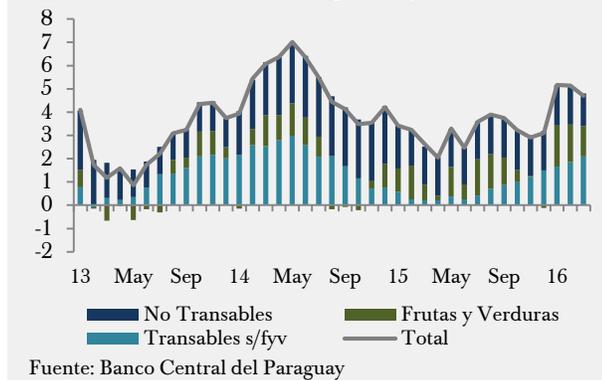
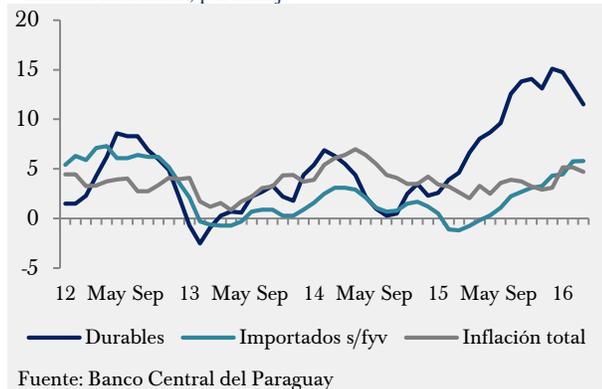


Gráfico III.13
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



encima de las registradas en el cuarto trimestre del año pasado (3,5%, 3,1% y 4,5%).

En este mismo periodo, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual de 5,8%, similar a la observada entre octubre y diciembre del año 2015. El IPCSAE bienes registró la mayor incidencia (1,8 p.p.) en la inflación promedio del trimestre (5,0%), mientras que el IPCSAE servicios contribuyó en 1,6 p.p., las cuales fueron atenuadas por la disminución de precios de los combustibles, componentes del segmento energía, (-0,4 p.p.) (gráfico III.9).

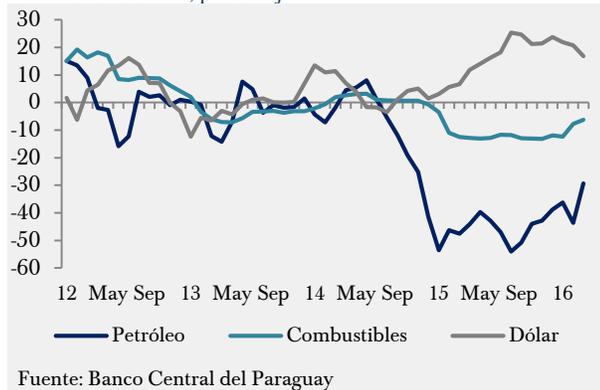
En términos mensuales, la inflación promedió en el primer trimestre del año una tasa de 0,9%, por encima de la observada entre octubre y diciembre (0,4%), y también superior a la registrada entre julio y setiembre (0,2%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre enero y marzo, tasas mensuales de 0,3% y 0,1%, respectivamente, por debajo de las registradas en el cuarto trimestre de 2015 (0,4% para ambas medidas) (gráfico III.10).

El resultado inflacionario del primer trimestre del año 2016 estuvo caracterizado por incrementos en los precios de los productos alimenticios y en los servicios relacionados a la educación, acompañado por disminuciones de precios de los productos derivados del petróleo (gas licuado, naftas y gasoil) y del precio del pasaje urbano.

En el rubro de alimentos, se registraron subas de precios en algunos productos volátiles de la canasta, afectados por factores climáticos adversos lo que redujo la oferta de los mismos. Asimismo, se destacan los incrementos de precios observados en harinas, productos panificados, aceites, mantecas, productos lácteos y huevos. Por otra parte, se verificaron reducciones de precios en los cortes de carne vacuna.

Los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -3,1% explicada por la reducción de los precios del gasoil y del pasaje urbano. En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 5,8% (3,7% en el cuarto trimestre del 2015) (gráfico III.11). Entre los bienes no transables, se destacaron los incrementos de precios en los servicios de educación, alquileres, pasaje aéreo, paquetes turísticos al exterior, gastos de salud y servicio postal (gráfico III.12).

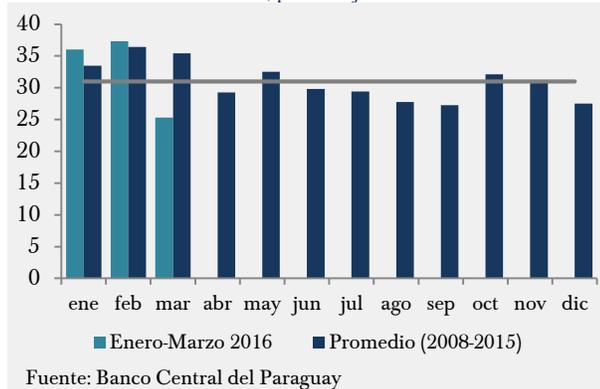
Gráfico III.14
Petróleo, combustibles y dólar
Variación interanual, porcentaje



Por otro lado, en el primer trimestre los precios de los bienes duraderos mostraron una caída, especialmente en aquellos de origen importado, cuyo comportamiento se debió a la apreciación del guaraní respecto al dólar estadounidense observado en este periodo (gráfico III.13).

Los menores precios del petróleo en los mercados internacionales permitieron una caída de los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico (nafta, gas carburante, gas licuado de uso doméstico y el gasoil)³. A su vez, la reducción del gasoil posibilitó una disminución del precio de pasaje urbano⁴ (gráfico III.14).

Gráfico III. 15
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,375)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



Con respecto del indicador de difusión para variaciones positivas superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual), el mismo promedió 32,9% en el primer trimestre, por encima del promedio histórico de los primeros trimestres (31%) (gráfico III.15).

El Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que contiene los precios de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, registró un crecimiento de 2,8% entre diciembre 2015 y marzo 2016, explicado principalmente por el incremento de los precios del trigo, aceites, carne vacuna y porcina, entre otros (gráfico III.16).

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



Conforme a los resultados de la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de marzo, las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria siguen ubicándose en la meta del 4,5% anual.

³ Decreto N° 4823/2015. Presidencia de la República del Paraguay.

⁴ Decreto N° 4890/2016 Presidencia de la República del Paraguay.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

La recuperación de la economía mundial sigue siendo lenta, desigual y con pocas señales de un importante dinamismo en el corto plazo. De hecho, las proyecciones de crecimiento han sido revisadas a la baja respecto del último informe. La economía mundial crecería 2,5% en el 2016, por debajo de lo previsto en diciembre (2,9%), mientras que para el 2017 se espera un crecimiento de 2,9% (3,4% en diciembre).

Con respecto a Estados Unidos, las previsiones de crecimiento para el 2016 y 2017 se sitúan en 2,3% y 2,4%, por debajo de las esperadas en el IPoM de diciembre (2,6% para ambos años). Por su parte, en la Eurozona las proyecciones disminuyeron en una décima para ambos periodos. Respecto de las economías emergentes, China mantiene proyecciones de crecimiento similares a las indicadas en informe anterior (tabla IV.1).

En cuanto a la región, Brasil mostró un deterioro importante en sus proyecciones de crecimiento en los últimos tres meses. Para el 2016 se prevé una variación del PIB de -3,5%, caída muy superior a la prevista en el informe anterior (-1,3%). Asimismo, para el 2017, si bien se mantiene el crecimiento positivo (0,5%), se espera una tasa mucho menor a la señalada en diciembre (1,8%).

Dado este escenario más debilitado para Brasil, las estimaciones de crecimiento del PIB de los socios comerciales y de los socios del Mercosur fueron nuevamente ajustadas a la baja. Con estas perspectivas, el escenario base considera una demanda externa menor que la prevista anteriormente.

Respecto de las proyecciones de inflación, en Estados Unidos se prevé una tasa de 1,3% anual para el 2016, menor a la indicada en diciembre (1,7%), mientras que para el 2017 se espera una inflación de 2,2% anual. A su vez, en la Eurozona la inflación para el presente año alcanzaría la tasa de 0,3% anual, inferior al 1% de la proyección anterior. Para el 2017, la inflación se situaría en 1,4%.

Con relación a los países vecinos, Brasil mantiene las perspectivas de elevada inflación, previéndose para el 2016

Tabla VI.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

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

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

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	4,7	2,7	0,7
Agricultura	6,3	3,1	0,6
Ganadería	-1,3	1,5	0,1
Otros Primarios	7,3	0,8	0,0
Sector Secundario	2,0	4,2	1,0
Manufactura	1,9	1,9	0,2
Construcción	4,4	7,5	0,3
Electricidad y Agua	1,3	5,2	0,5
Sector Terciario	2,8	2,5	1,1
Gobierno General	5,5	3,6	0,3
Comercio	0,0	-1,8	-0,3
Comunicaciones	-0,2	3,0	0,1
Otros Servicios ⁵	4,7	5,7	0,9
Impuestos	1,2	3,0	0,2
PIB a precios de mercado	3,0	3,0	3,0
PIB no agrícola a precios de mercado	2,2	3,0	
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,4	2,7	

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

una inflación de 7,3% anual, nuevamente superior de la proyección anterior (6,6%). Para el 2017 la inflación llegaría a 5,7% anual. Por su parte, en Argentina, las proyecciones de inflación se ubican en torno al 31% para el 2016 y al 20% para el 2017.

En el mes de diciembre, la Fed inició el proceso de alza de su tasa de referencia y las probabilidades de un aumento adicional en marzo eran altas. No obstante, con la nueva información disponible en los últimos meses, estas probabilidades se fueron reduciendo. De hecho, la Fed mantuvo su tasa en la reunión de marzo. En línea con estas expectativas, los rendimientos de los bonos del tesoro (a tres meses) de USA se redujeron. Para el cuarto trimestre del 2016 se espera una tasa de 0,9%, por debajo de la prevista en el informe anterior (1,1%). Para finales de 2017 se espera un rendimiento de 1,9% anual.

En el contexto doméstico, el crecimiento del PIB del 2015 se situó en 3%. Este resultado se encuentra en línea con lo señalado en el último IPoM.

En el 2016, se espera que la economía crezca en 3% (tabla IV.2), levemente inferior a la tasa proyectada en diciembre de 2015 (3,2%). Esta corrección se explica principalmente por un ajuste a la baja en las principales actividades del sector terciario y secundario.

El crecimiento estimado del sector servicios se ubica en 2,5%, tasa menor a la prevista en diciembre (4,3%), explicada fundamentalmente por la corrección a la baja en el crecimiento del subsector comercio, que continúa siendo afectado por el contexto regional más deteriorado.

En el sector secundario, se prevé una expansión de 5,2% de la producción de electricidad y agua, superior a la estimada en diciembre (1,6%), explicada por el importante dinamismo que registrará la producción de energía eléctrica de la entidad binacional Itaipú. Por otro lado, la estimación del crecimiento del sector manufacturero se redujo a 1,9% (3,5% en diciembre), debido a la moderación del crecimiento esperado de la producción cárnica, bebidas y tabacos y textiles y prendas de vestir.

⁵ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,0	5,6	4,4	
Inflación IPC diciembre (**)	3,1	5,2	4,2	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,5	4,2	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,5	3,7	4,2	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,5

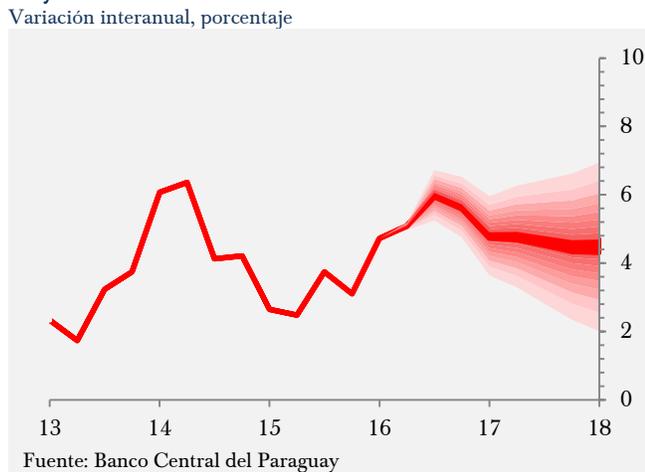
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

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

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



Por su parte, el ajuste al alza en el sector primario se debe principalmente a la agricultura, cuya tasa de crecimiento prevista es 3,1%, superior al 1,1% señalado en el informe anterior. Este mayor crecimiento se explicó fundamentalmente por una revisión al alza en las estimaciones de la producción de soja y maíz.

Por el lado del gasto, la demanda interna crecerá 3,2%, tasa levemente menor a la prevista en diciembre de 2015 (3,4%). Tanto el consumo total como la inversión crecerán a tasas positivas (2,8% y 4,8% respectivamente), aunque a un menor ritmo respecto de las proyecciones anteriores.

En cuanto a la inversión, la tasa estimada se sustenta en las buenas perspectivas de ejecución de los importantes proyectos públicos y privados, además de aquellos contemplados en el marco de la Alianza Público-Privada (APP). Sin embargo, la inversión en maquinarias y equipos (bienes de capital) mostrará una retracción en el presente año.

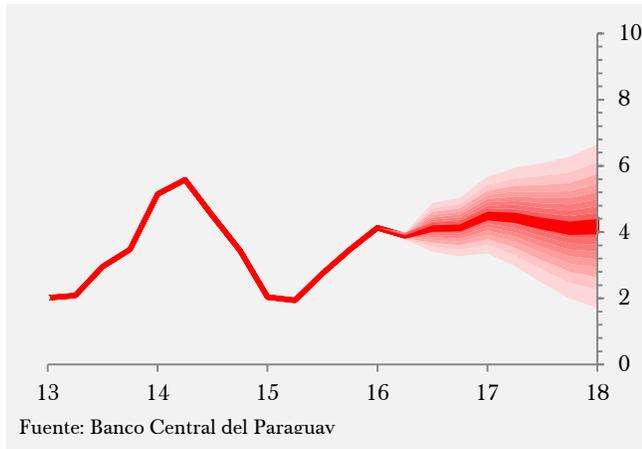
Finalmente, en línea con el panorama global y regional más complicado, las cifras de la demanda externa neta también fueron corregidas a la baja (tabla IV.3).

En el escenario base, la inflación proyectada para diciembre de 2016 se ubica en 5,2%, por encima de la señalada en el informe anterior (tabla IV.4). Esto se explica fundamentalmente por el significativo incremento de los precios de los rubros volátiles observado en enero. Sin embargo, las proyecciones de la inflación subyacente se mantienen relativamente estables. En línea con la evolución prevista de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación, la trayectoria de ésta se mantendría dentro del rango de tolerancia en el 2017 con una gradual convergencia hacia la meta del 4,5% anual en el horizonte de política monetaria, en este caso el primer trimestre del 2018 (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, dado algún cambio en el contexto macroeconómico.

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



En el contexto internacional, si bien el incremento de la tasa de la Fed no generó sorpresas al mercado, persiste la incertidumbre respecto de la trayectoria probable de los futuros ajustes de la tasa. Por un lado, en Estados Unidos la actividad económica se expande a tasas moderadas, la inflación avanza paulatinamente hacia el objetivo y el mercado laboral se muestra sólido. Por otro lado, la economía global muestra una debilidad persistente, al tiempo que otras economías avanzadas siguen adoptando medidas de política monetaria más expansivas. Estos son factores que incrementan la incertidumbre y que eventualmente pueden contribuir a la generación de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros globales, afectando las primas por riesgo y el valor de las monedas de las economías emergentes.

Con respecto a China, han surgido dudas sobre la fortaleza de su crecimiento, dadas las debilidades financieras que se han observado recientemente. En ese sentido, una desaceleración mayor a lo anticipado o un proceso de rebalanceo de su economía más lento al esperado, siguen representando un riesgo a la baja para los precios de los *commodities*, en particular de aquellos que son relevantes en las exportaciones de Paraguay. Además, un canal de contagio indirecto puede darse por los efectos de China sobre la demanda externa de Brasil.

En el plano regional, Brasil atraviesa un escenario económico, político y social cada vez más complejo. En la medida que esta situación se prolongue más de lo anticipado, seguirá siendo un factor de riesgo a la baja para la actividad económica doméstica de Paraguay, a través de su impacto sobre las exportaciones y el comercio de frontera principalmente. En principio, se preveía una recuperación de Brasil en el 2017, sin embargo, las perspectivas de crecimiento comenzaron a sufrir sucesivas correcciones a la baja, fenómeno que ya se había dado en el 2016.

Dado este contexto global más incierto, en el escenario doméstico, un factor de riesgo para la inflación sigue siendo la evolución futura del tipo de cambio. En la medida que la moneda local se debilite afectando los precios de los productos importados e influya en las expectativas de inflación, pueden registrarse incrementos en los precios de los productos de origen nacional. Sin embargo, mientras no

se tengan señales claras de una recuperación robusta de la economía de Estados Unidos y se observe una mayor debilidad de la economía global, el ajuste de tasas de la Fed podría seguir postergándose. Bajo este escenario, y de continuar, por un lado, el menor ritmo de apreciación de la moneda doméstica relativo al de los socios comerciales con respecto al dólar (tal como se ha venido observando en los últimos meses), y por otro lado, las elevadas tasas de inflación de los países vecinos, podrían incrementar la inflación externa relevante para Paraguay.

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

Recuadro I: Estimación del crecimiento de mediano plazo de la economía paraguaya

Introducción

La economía paraguaya creció a una tasa promedio de 4,9% anual desde mediados de la década pasada (2004-2014). Además de los factores domésticos, este crecimiento se vio beneficiado en gran medida por un entorno externo bastante favorable. Los precios de las materias primas más relevantes en las exportaciones de Paraguay estaban al alza, las tasas de interés internacionales se mantenían bajas y el principal socio comercial (Brasil) mantenía una buena dinámica de su actividad económica.

Sin embargo, este entorno se ha revertido en años recientes y se prevé persista en los próximos años. La economía mundial está expandiéndose a tasas mucho más bajas a las observadas al periodo pre-crisis, los precios de los *commodities* se han reducido significativamente, las tasas de interés y los spreads soberanos comenzaron a incrementarse y la economía brasileña mantiene un magro desempeño económico, sin mostrar señales de recuperación en el corto plazo⁶.

Este escenario externo más complejo plantea desafíos importantes en términos de sostener un crecimiento elevado en el mediano plazo. Los “vientos de cola” que favorecieron la acumulación de capital y el aumento de la productividad, son ahora menores y conforme a las perspectivas, se mantendrían en los próximos años.

Dado lo anterior, el objetivo de este recuadro es revisar el potencial de crecimiento de mediano plazo o crecimiento del PIB tendencial de la economía paraguaya.

Metodología

Teniendo en cuenta que el objetivo es estimar el crecimiento de mediano plazo, en el ejercicio se asume un escenario en el cual los efectos de los *shocks* que pueden afectar la capacidad productiva en el corto plazo han desaparecido y los factores de producción son utilizados a tasas normales. Así, el crecimiento dependerá de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que

determinan, a su vez, el crecimiento de los factores de producción.

Para el cálculo se aplica la metodología estándar de contabilidad del crecimiento. Se parte de una forma funcional de largo plazo del tipo Cobb-Douglas con retornos constantes a escala que tiene la siguiente forma:

$$Y = AK^\alpha HL^{1-\alpha}$$

Donde, Y es el producto real, los coeficientes α y $1 - \alpha$ representan las elasticidades del producto respecto a los factores de producción, capital (K) y trabajo (L), respectivamente, (H) es un índice que ajusta el empleo por capital humano y (A) es la productividad total de los factores (PTF). La participación del capital y el trabajo en el PIB es 42% y 58%, respectivamente⁷.

Resultados

En la última década, la acumulación de factores de producción fue el principal motor del crecimiento. No obstante, esa dinámica se explicó también por un aumento de la productividad total de los factores (PTF).

Dado el escenario externo más complicado al que se enfrenta Paraguay, se realiza un ejercicio de simulación prospectivo sobre las posibilidades de crecimiento tendencial de mediano plazo de la economía paraguaya para el periodo 2016-2020. Para ello se consideran valores medios razonables de empleo, capital y PTF, y con estos se computa el crecimiento promedio del PIB tendencial.

Por un lado, se considera que el capital instalado tendría una expansión media del 4,5% similar a la del último periodo de dinamismo (2011-2015). Detrás de esta tasa se asume que la reducción en las inversiones de sectores más vinculados al sector externo, será compensada con las mayores inversiones en infraestructura previstas, tanto del sector público propiamente tal, como así también bajo la modalidad de la Alianza Público-Privada. Con respecto al empleo se asume que crecería acorde su promedio histórico, 1,8% anual. Finalmente, la PTF crecería en promedio 1,0%, un ritmo menor al mostrado en los

⁶ Ver recuadro del IPoM diciembre 2015.

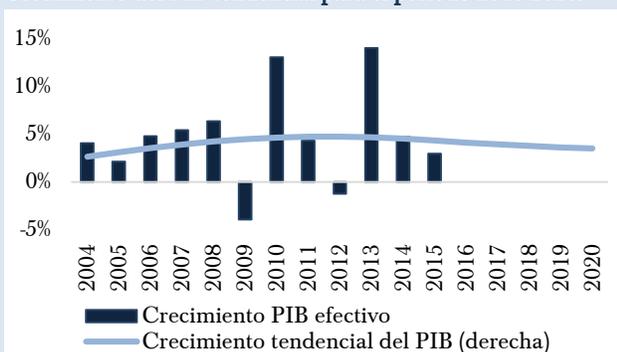
⁷ Ver recuadro IPoM diciembre 2014.

últimos 5 años de expansión (1,5%), con lo que se supone que, en este contexto menos favorable, parte del aumento reciente de la PTF se debió a un cambio estructural.

Dados estos supuestos, el producto tendencial tendría un crecimiento promedio cercano al 3,8% anual. Es importante mencionar la incertidumbre que existe respecto a los resultados al realizar este tipo de ejercicios, incertidumbre que se genera especialmente en los supuestos utilizados.

Gráfico I

Crecimiento del PIB tendencial para el periodo 2016-2020.



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla II

Contabilidad del crecimiento. Contribuciones
Ejercicio prospectivo para estimar el crecimiento del PIB
tendencial para el periodo 2016-2020.

Producto tendencial	Empleo	Capital	PTF
3,8%	1,0%	1,9%	0,9%

Reflexiones finales

En la última década, América Latina y en particular el Paraguay, se han beneficiado de un escenario externo excepcional. No obstante, las condiciones han cambiado, y ello obliga a reorientar los motores del crecimiento hacia los factores considerados fundamentales: el capital, el empleo y por sobre todo la productividad.

Dado el complicado escenario externo previsto para los próximos años, es razonable esperar una reducción en la inversión, principalmente de las empresas más ligadas al

desenvolvimiento de la demanda externa y/o de los precios de los *commodities*. No obstante, las mayores inversiones en infraestructura del sector público podrían ayudar a contrarrestar los efectos negativos sobre la acumulación del capital en la economía. Asimismo, estas inversiones en infraestructura podrían afectar positivamente la productividad de la inversión privada.

Además de lo anterior, es de amplio reconocimiento en la literatura la importancia de las reformas estructurales en el incremento de la productividad de una economía. Mejoras en la institucionalidad, la generación de un ambiente más propicio para las inversiones privadas, la mejora de la educación y el aumento de la diversificación de la economía, son algunos aspectos críticos que deben ser atendidos en los próximos años para poder sostener un crecimiento económico más elevado.

Bibliografía

- Albagli, E., et al. (2015). “Crecimiento tendencial de mediano plazo en Chile”. Banco Central de Chile.
- Fernández Valdovinos, C. (2016). “Quid Pro Quo: productividad y crecimiento económico I”. Paraguay más allá de la estabilidad macroeconómica. Logros y desafíos. Banco Central del Paraguay.
- Iakova, D., et al. (2014). “Latin America New Challenge to Growth and Stability”. International Monetary Fund.

Recuadro II: Metodología de cálculo del Índice de Precios al Consumidor en Paraguay

Introducción

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) un indicador económico cuya finalidad es la de medir a través del tiempo la variación de los precios de una canasta de bienes y servicios representativa del consumo de los hogares. Existe un consenso general con respecto a que la inflación medida por el IPC es la más precisa del proceso inflacionario, considerando el grado de aceptación y por la oportunidad con que se obtienen los datos.

Este indicador es utilizado para una variedad de propósitos, como la indexación de las jubilaciones y prestaciones de la seguridad social, salarios, alquileres, entre otros. Asimismo, los datos recopilados para el cálculo del IPC son utilizados para construir otros índices que sirven como deflatores de variables relacionadas al consumo de hogares en las cuentas nacionales.

Considerando la importancia de este indicador para la sociedad en general, este recuadro tiene como objetivo presentar los principales aspectos de la metodología de cálculo del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Paraguay⁸.

Antecedentes

En Paraguay el IPC se calculó por primera vez en el año 1938, basado en las ponderaciones y en la selección de bienes y servicios consumidos por familias de trabajadores obreros radicadas en el área de Asunción. En el año 1964 fue reestructurado, cubriendo el área de Asunción y cuatro ciudades del interior.

Considerando que la década del 70 se caracterizó por significativos cambios en la estructura de consumo de las familias (período de construcción de la hidroeléctrica Itaipú), y con el objetivo de captar esos cambios, se dio inicio en el año 1979 a una Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) que cubrió una muestra de 1.591 familias

de Asunción y sus áreas periféricas y nueve ciudades del interior.

Posteriormente, la tercera EPF se realizó entre junio 1990 y junio 1991, que sirvieron de base para el IPC de 1992. El ámbito geográfico cubrió al Gran Asunción, que comprendía la Capital y once ciudades importantes del Área Metropolitana. Asimismo, la encuesta abarcó el área urbana del interior del país con un total de quince ciudades. Se estableció un tamaño de muestra de 2.500 viviendas en esta encuesta.

Índice de Precios al Consumidor (base 2007)

El IPC actualmente vigente (base diciembre 2007) se basó en la EPF realizada entre junio 2005 y junio 2006. La misma cubrió el Área Metropolitana de Asunción: Asunción, Luque, Fernando de la Mora, Lambaré, San Lorenzo y Capiatá.

Esta EPF estuvo dirigida a los hogares particulares (se excluyó la población que vivía en viviendas colectivas) y permitió identificar un total de 4.954 bienes y servicios de consumo adquiridos por los hogares del área de cobertura geográfica del IPC.

Si bien la inclusión de todos los bienes y servicios en la canasta del IPC sería “ideal”, desde el punto de vista operacional y de los costos, no resultaría en una información oportuna, por lo que es necesario hacer una selección de los más relevantes.

La canasta seleccionada (actual) incluyó un total de 450 productos, 359 bienes y 91 servicios. Los productos fueron clasificados en 12 agrupaciones, 49 grupos y 132 subgrupos. El rubro de alimentos tiene la mayor ponderación, seguido por transporte, reparación y servicios para la vivienda, muebles y artículos para el hogar, entre otros (tabla I).

⁸ Una explicación detallada puede encontrarse en el documento “Metodología de cálculo del Índice de Precios al Consumidor” (Base diciembre 2007).

Tabla I
IPC (Base diciembre 2007)

	Nombre de la Agrupación	Cantidad	Peso (%)
1	Alimentación	127	32
2	Bebidas Alcohólicas y Tabaco	7	1,2
3	Vestimentas	80	4,9
4	Alojamiento, Mantenimiento, Reparación y Servicios para la Vivienda	12	8,9
5	Muebles y Artículos para el Hogar	57	7,7
6	Gastos en Salud	34	4,1
7	Transporte	23	14,8
8	Comunicaciones	8	3,4
9	Recreación y Cultura	42	6,1
10	Educación	10	4
11	Restaurantes y Hoteles	16	5,5
12	Bienes y Servicios Diversos	34	7,3
Total		450	100

Los criterios de selección aplicados para la inclusión de los bienes y servicios en la canasta fueron: i) inclusión directa de los artículos que tienen una participación superior al 0,1% con relación al gasto de consumo total de los hogares, ii) inclusión de los ítems que no aplican para el criterio anterior pero que deberían ser incorporados por diversas razones (artículo estratégico), mientras que iii) los gastos correspondientes a ítems no seleccionados se distribuyeron proporcionalmente entre los similares que fueron seleccionados.

Una vez compuesta la canasta se realiza el relevamiento de precios mediante entrevistas directas en diferentes establecimientos de ventas. La selección de los locales para el relevamiento de los precios se realizó a partir de una muestra de comercios minoristas y establecimientos de servicios actualizada en el año 2005 para el Programa de Comparaciones Internacionales (PCI), complementada con información captada por la EPF sobre los principales puntos de compra de los hogares, y con un marco de lista basado en registros administrativos del Ministerio de Hacienda.

Para el IPC 1992 se visitaban en torno a 900 locales, los cuales fueron ampliados en base a datos sobre lugares de compra declarados en la EPF 2005/2006. En la actualidad, se visitan aproximadamente 1.300 establecimientos y se recolectan cerca 17.000 precios cada mes para el cálculo del IPC (base diciembre 2007).

El control de la calidad de los precios se realiza por medio de una supervisión directa, y a través de rutinas incorporadas al sistema informático del IPC. Asimismo, se controla que los precios correspondan a los bienes especificados, que los productos estén efectivamente siendo comercializados en los momentos en que se realiza la recolección en cantidad y condiciones normales, y que los precios se refieran a precios de venta al contado.

Cabe destacar que los aspectos teóricos y metodológicos están fundamentados en las recomendaciones de los organismos internacionales expertos en la materia, en la experiencia de algunos países que han implementado innovaciones metodológicas y en los estudios, análisis y pruebas realizadas por el equipo de trabajo encargado de la ejecución del proyecto.

Actualización de la canasta del IPC

Recientemente se ha iniciado una nueva Encuesta de Presupuestos Familiares, que servirá para la actualización de la canasta del IPC. El tamaño de la muestra total previsto para la EPF 2015-2016 es de 2.040 viviendas y cubrirá las ciudades del Área Metropolitana de Asunción (Asunción, San Lorenzo, Fernando de la Mora, Capiatá, Lambaré, Luque, Ñemby, Mariano Roque Alonso, Limpio).

La actualización es importante para mantener y mejorar la calidad y representatividad del indicador en función de los cambios en los patrones de consumo de la economía a lo largo de los años.

Esto permite reducir los sesgos que se van produciendo en la medición del IPC en la medida que cambian las preferencias de los consumidores y los precios relativos.

Conclusiones

El cálculo del IPC en Paraguay se basa en metodologías recomendadas por organismos internacionales expertos en la materia y utilizadas por países de reconocido prestigio a nivel regional y mundial.

El IPC captura la variación promedio de los precios de una canasta representativa de una familia paraguaya. En un mes determinado, algunos productos suben sus precios y otros bajan, y dependiendo de su importancia en la canasta, estos cambios se reflejarán en el IPC.



Los productos incorporados en la canasta son seleccionados cuidadosamente a partir de una encuesta a las familias sobre los gastos que las mismas realizan en los bienes y servicios.

No obstante, las preferencias de las familias cambian a través del tiempo, por lo que resulta necesario actualizar los bienes y servicios incluidos en la canasta representativa, como así también sus respectivas ponderaciones. En ese sentido, el BCP conjuntamente con la Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos (DGEEC) han iniciado en el 2015 una nueva Encuesta de Presupuestos Familiares, que servirá de base para el nuevo IPC del Paraguay.

Bibliografía

Banco Central del Paraguay (2008). “Metodología del Índice de Precios al Consumidor (IPC), base diciembre 2007”.

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Marzo 2016



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay