



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo  
2017

BCP © Derechos Reservados 2017



Banco Central del Paraguay



**Informe de Política Monetaria**  
**Banco Central del Paraguay**  
**Estudios Económicos**

## Contenido (\*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	14
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	24
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	32
Recuadro I	37
BCP reduce meta de inflación de 4,5% a 4% anual	
Recuadro II	39
Normalización de la política monetaria en Estados Unidos	
Glosario	42

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 14 de abril. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

## Política Monetaria en Paraguay

### Esquema de Política Monetaria

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

#### Objetivo

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

#### Meta de inflación

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

#### Instrumento de política monetaria

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

#### Horizonte de política monetaria

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

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

### Proceso de toma de decisiones

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

## Transparencia y Comunicación

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

## Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

## Resumen Ejecutivo

En el escenario internacional, las perspectivas de crecimiento económico son más favorables respecto de lo observado en los últimos años. Las mejores expectativas se sustentan principalmente en la recuperación de las economías avanzadas, no obstante, persisten algunas fuentes de incertidumbre derivadas principalmente de los efectos que podrían tener a nivel mundial las medidas económicas del nuevo gobierno de Estados Unidos. Por su parte, el escenario regional presenta también un panorama económico más alentador respecto de los últimos años, aunque últimamente las proyecciones de crecimiento, si bien siguen siendo positivas, se han ido debilitando.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) en el cuarto trimestre continuó expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado con respecto al tercer trimestre. Esta desaceleración se atribuyó principalmente a las disminuciones de las exportaciones y del gasto del gobierno federal, como así también al aumento de las importaciones. En cuanto a la actividad manufacturera, el PMI se mantiene en zona de expansión con mejores resultados respecto al IPoM anterior, impulsado principalmente por el aumento de la producción, las nuevas órdenes y el empleo. En el mercado laboral, sigue observándose la trayectoria descendente de la tasa de desempleo, la cual se redujo a 4,5% en el mes de marzo. Con respecto a los precios, las distintas medidas de inflación se incrementaron respecto al año anterior. En este contexto, la Reserva Federal decidió aumentar nuevamente, en su reunión de marzo, el rango de la tasa de interés de referencia.

En la Eurozona, los indicadores de actividad y del mercado laboral siguen evolucionando favorablemente. El crecimiento en el cuarto trimestre de 2016 fue similar al registrado en el trimestre anterior y se explicó principalmente por contribuciones positivas de los componentes de la demanda interna. En cuanto a la actividad manufacturera, el PMI viene mostrando una tendencia ascendente desde setiembre de 2016, impulsado por el aumento de los volúmenes de producción. En el mercado laboral, se destaca el nivel más bajo de la tasa de desempleo (9,5% en febrero) desde mayo del 2009. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que mantendría las tasas de interés en los niveles actuales y decidió continuar con la compra de activos hasta al menos diciembre de 2017.

En China, el PIB en el primer trimestre del 2017 se expandió por encima de lo esperado y de la tasa observada en el cuarto trimestre del año anterior. Dicho crecimiento se explicó por el aumento de la inversión, la recuperación de la producción industrial y de las ventas al por menor. Adicionalmente, el gasto gubernamental en infraestructuras fue una fuente importante de crecimiento. En el sector manufacturero, el PMI se mantiene en zona de expansión desde la segunda mitad del 2016.

En Brasil, la actividad económica presenta resultados mixtos en sus indicadores y las perspectivas de crecimiento, si bien son positivas, siguen siendo frágiles. En el cuarto trimestre, el PIB se contrajo 0,9% trimestral explicado por contribuciones negativas del sector industrial y servicios por el lado de la oferta, como también por la contracción del consumo privado y la formación bruta de capital por el lado de la demanda. Por otra parte, al mes de marzo, en el sector manufacturero se observan mejoras graduales, si bien el PMI permanece en zona de contracción. En el mercado laboral, la tasa de desempleo sigue en aumento. Con respecto a la política monetaria, la tasa de inflación se desaceleró y dio espacio al Comité de Política Monetaria (Copom) para bajar nuevamente la tasa Selic en las reuniones de enero y febrero.

En Argentina, los indicadores de actividad económica muestran señales de recuperación mientras que el sector industrial continúa debilitado. En el cuarto trimestre, el PIB mostró un comportamiento contractivo, inferior al observado en el trimestre previo. Por su parte, el sector industrial presentó fuertes caídas en las industrias textil, automotriz y metalífera en febrero. En cuanto a los precios, se espera una reducción paulatina de la inflación en los próximos meses, al tiempo en que se destaca la adopción formal del esquema de metas de inflación en enero de 2017.

En el contexto doméstico, el buen dinamismo y la mayor diversificación observada desde el segundo trimestre se ha mantenido hacia finales del 2016. Así, en el cuarto trimestre, el PIB registró una expansión de 3,4%, cerrando el año con una variación acumulada de 4,1%, en torno a las proyecciones de crecimiento. Por el lado de la oferta, el resultado del último trimestre se explicó principalmente por el buen desempeño de los sectores de comercio y servicios, electricidad y agua, industria manufacturera y construcciones. Por el lado del gasto, el crecimiento se sustentó fundamentalmente en la demanda interna (consumo e inversión). En cuanto a la demanda externa, las exportaciones no registraron crecimiento, mientras que las importaciones mostraron una recuperación importante.

Por su parte, la inflación interanual en el primer trimestre promedió una tasa de 2,3%, por debajo del 3,9% observado en el último cuarto del 2016. Este resultado se debió principalmente a la moderación en el incremento de los precios de los alimentos, y en menor medida de los bienes durables, éstos últimos favorecidos por la apreciación de la moneda local. En la agrupación de alimentos, el rubro frutihortícola ha registrado una caída en términos interanuales, lo que contribuyó a atenuar en el agregado, los incrementos observados en los demás productos de la agrupación. Por su parte, la inflación núcleo también se ha moderado, siguiendo el comportamiento que ya se venía observando en informes previos. Entre enero y marzo, el promedio se situó en 2,9%, por debajo del 3,2% registrado en el trimestre anterior.

En cuanto a las reuniones de política monetaria del primer trimestre, en líneas generales el Comité remarcaba la mayor incertidumbre en el escenario internacional, derivada principalmente de los efectos que podría tener las medidas del nuevo gobierno estadounidense. Por su parte, con respecto a la región, destacaba que las perspectivas de crecimiento se habían moderado para las principales economías vecinas. No obstante, en el plano doméstico, la actividad económica y la evolución de la inflación mantenían un comportamiento favorable. En este contexto, el CEOMA consideró apropiado mantener invariable la tasa de referencia en 5,50% anual en las reuniones de enero, febrero y marzo, dado que no se percibían riesgos significativos que pudieran desviar la inflación de la trayectoria prevista.

#### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,1	4,2
Demanda Interna	1,7	2,1	5,3
Formación bruta de capital	1,2	6,5	12,0
Formación bruta de capital fijo	2,2	8,0	12,0
Consumo total	1,9	0,9	3,3
Consumo privado	1,5	1,4	3,9
Consumo público	4,3	-2,8	-1,0
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	3,0	4,0
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-0,8	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	1,7	1,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,4	17,7	18,8
FBKF (% del PIB real)	18,7	19,4	20,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

En el escenario base, teniendo en cuenta el buen desempeño de la economía en los primeros meses del año y las expectativas favorables para el resto del año, la proyección de crecimiento para el 2017 fue revisada al alza de 3,7% a 4,2%. Esta corrección se explicó básicamente por una mejora en las estimaciones de la producción agrícola en el sector primario, de la industria y las construcciones en el sector secundario y del comercio en el terciario. Por el lado del gasto, el mayor dinamismo esperado se sustenta en un mayor crecimiento del consumo privado y de la inversión, dado que el consumo público se ajustó a la baja, fundamentalmente debido al mejoramiento de la composición del gasto público. Por otro lado, si bien las exportaciones fueron revisadas al alza, el cambio positivo fue mayor para las importaciones, por lo que la demanda externa neta tendría una incidencia negativa en el crecimiento de este año.

Con relación a los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en 3,5% para el cierre del año, mientras que la subyacente se situaría en torno a 3,7%. A partir de allí, conforme a la trayectoria prevista para las variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existan choques exógenos, la inflación se mantendrá por debajo de la meta durante gran parte del 2018, convergiendo gradualmente a la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el primer trimestre del 2019.

**Proyección de la inflación**  
Variación anual, porcentaje

	2016	2017(f)	2018(f)	2019(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,9	4,0	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,9	3,5	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Respecto de los escenarios de riesgos, en el contexto internacional, el desempeño económico previsto para la economía global es mejor que en años recientes, no obstante, se mantiene un grado importante de incertidumbre derivada de las políticas que está implementando la nueva administración estadounidense. Con respecto a la política monetaria, hasta el momento, se prevén más ajustes de las tasas de la Fed en el transcurso del 2017, luego del aumento registrado en la reunión de marzo. Sin embargo, una política fiscal más expansiva a la esperada podría motivar incrementos adicionales de la tasa de referencia, con potenciales efectos sobre la cotización de las monedas y el costo de fondeo externo de las economías emergentes.

Asimismo, el regreso hacia tendencias proteccionistas podría incidir significativamente en el comercio internacional en el mediano y largo plazo. Algunos ejemplos recientes son el *Brexit*, la decisión de Estados Unidos de no ratificar el Acuerdo Transpacífico (TTP), los planes de renegociar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), la introducción de un “impuesto de ajuste fronterizo” y la imposición de aranceles a países con grandes superávits con Estados Unidos, los cuales plantean nuevos riesgos para la consolidación de la recuperación de la economía global.

En Europa, además de la incertidumbre respecto al proceso del *Brexit*, existen otros riesgos geopolíticos significativos, teniendo en cuenta que el 2017 será un periodo electoral en varios países preponderantes de la región, en los cuales existen partidos políticos importantes con propuestas de salir de la Unión Europea o de la eurozona.



Entre las economías emergentes, la desaceleración de la economía China ha sido menor a la prevista anteriormente, gracias a las políticas de estímulo monetario y fiscal del gobierno, y en ese sentido, los riesgos de una mayor desaceleración en el corto plazo se han reducido. No obstante, para el mediano plazo todavía persisten riesgos importantes para el crecimiento, toda vez que la economía siga siendo sustentada en estas políticas de flexibilización de corto plazo, sin encarar las reformas necesarias como el saneamiento de la deuda corporativa y la restructuración de las empresas estatales. Además, las políticas comerciales proteccionistas que plantea adoptar Estados Unidos podrían generar riesgos adicionales para China. Una moderación del crecimiento más rápida a la esperada podría incidir en la demanda de *commodities* y en consecuencia sobre sus precios.

En el plano regional, las perspectivas de crecimiento en Brasil apuntan a una recuperación de la actividad económica para este año, aunque menos de lo previsto en el informe anterior. La aprobación de la reforma fiscal, las menores presiones inflacionarias y una posición de política monetaria menos restrictiva son elementos que contribuirían a sostener el crecimiento. Sin embargo, el entorno político sigue siendo complicado y probablemente dificultará la aprobación de otras reformas necesarias (principalmente en materia de seguridad social) para consolidar la recuperación. El mejor desempeño de la economía brasileña, reflejado en la evolución de algunos indicadores, seguiría contribuyendo a la consolidación de la mejora del comercio bilateral, principalmente en las zonas fronterizas, toda vez que su moneda no se desvalorice significativamente frente al dólar.

Por su parte, la economía Argentina también se recuperaría a un ritmo más lento al esperado en el IPoM de diciembre. Además, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) prevé una reducción de la inflación, fijando un rango objetivo de entre 12% y 17% para el 2017, luego de cerrar el 2016 en 41%. Sin embargo, los desafíos a corto plazo para la política monetaria siguen siendo importantes, ya que esta significativa reducción de la inflación debe lograrse en un contexto de consolidación de las cuentas fiscales y la reducción gradual de la dominancia fiscal. Este mejor manejo de las políticas macroeconómicas podría motivar una mayor entrada de divisas, contribuyendo a una apreciación del peso respecto al dólar. En la medida que esta situación se traduzca también en un fortalecimiento del peso frente al guaraní, los diferenciales de precios a favor de Paraguay podrían mantenerse, y así seguir fomentando el comercio en las ciudades fronterizas y el ingreso de turistas, que ya se viene observando en los últimos meses.

El comportamiento futuro del tipo de cambio sigue representando el factor de riesgo más relevante para la dinámica de la inflación. Hasta el momento, luego de las elecciones en Estados Unidos y de los últimos ajustes de la tasa de la Fed, el dólar ha mostrado un comportamiento volátil, observándose incluso una apreciación de la mayoría de las monedas de la región en los últimos meses. Sin embargo, las probabilidades de un fortalecimiento del dólar siguen presentes, teniendo en cuenta los ajustes al alza previstos para los *Fed funds* en el 2017 y 2018. Dado que el fortalecimiento del dólar es un fenómeno global, las monedas de los socios comerciales de Paraguay también serían afectadas y, por lo tanto, el efecto de la depreciación del guaraní respecto al dólar sobre los precios domésticos estaría atenuado parcialmente.

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

## Implementación de la Política Monetaria

### Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Diciembre 2016.

En el escenario internacional, las expectativas de la economía mundial habían mostrado alguna mejora, sin embargo, en la región permanecía la incertidumbre respecto de la recuperación de los principales socios comerciales, incluso con un panorama menos favorable con relación al IPoM de setiembre. Entre las economías avanzadas, la actividad y el empleo en los Estados Unidos siguieron consolidando su recuperación, mientras que la Eurozona continuaba con proyecciones moderadas de crecimiento. Por su parte, entre las economías emergentes, China había tenido revisiones al alza de su producto, mientras que en la región persistían los riesgos a la baja, lo que se reflejaba a su vez en las estimaciones de crecimiento.

A pesar de la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales, Estados Unidos había registrado mejoras en los indicadores de actividad y del mercado laboral en los últimos meses. El PIB había registrado un mejor dinamismo en el tercer trimestre que en el segundo y la tasa de desempleo había disminuido. Respecto de los precios, la inflación había aumentado con relación al informe previo. Las condiciones económicas más favorables llevaron a la Reserva Federal a aumentar el rango de tasas de interés en su reunión de diciembre.

La Eurozona mantenía un ritmo de expansión moderado y sin mayores cambios en sus perspectivas de crecimiento. Sin embargo, algunos datos del sector manufacturero mostraban indicios de buenos resultados y en el mercado laboral, la tasa de desempleo se había reducido a un valor de un dígito, luego de permanecer por varios años por encima del 10%. A pesar de que la inflación había aumentado levemente, el BCE mantuvo sin cambios las tasas de referencia y continuará con su programa de compra de activos hasta fines de diciembre de 2017, aunque a un menor ritmo desde abril.

En China, los indicadores de corto plazo y las perspectivas de crecimiento mejoraron ligeramente. El PIB del tercer trimestre volvió a mostrar un buen comportamiento y, en línea con esto, el dinamismo del

sector manufacturero registró un mejor desempeño con respecto a lo que se había señalado en el informe anterior.

En el ámbito regional, el debilitamiento de la economía brasileña en el tercer trimestre se había reflejado en la significativa revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento respecto de estimaciones previas. El sector manufacturero permanecía en zona de contracción, mientras que en el mercado laboral, la tasa de desempleo seguía en aumento. No obstante, la inflación continuaba con una trayectoria descendente, lo que, principalmente, había llevado al BCB a reducir nuevamente la tasa de referencia.

Argentina igualmente continuaba con un frágil desempeño en su actividad económica, reflejado en una actividad industrial más deteriorada que la señalada en el informe anterior. Si bien se espera una recuperación para el 2017, las estimaciones se habían revisado a la baja. La inflación, por su parte, seguía en niveles elevados y en aumento con relación al trimestre previo.

Con respecto al ámbito doméstico, en el tercer trimestre, la actividad económica siguió con el buen dinamismo y con la mayor diversificación sectorial que ya se venía observando desde el segundo cuarto. Este comportamiento se sustentó fundamentalmente en la evolución favorable de la industria manufacturera, las construcciones y los servicios, por el lado de la producción y la demanda externa y una mejora en la inversión, por el lado del gasto. Por el lado de los precios, la inflación total se había incrementado, principalmente, por el aumento de precios de algunos productos alimenticios. Sin embargo, la inflación núcleo continuó con una trayectoria a la baja, aunque las otras medidas subyacentes mostraron un aumento por una significativa suba de la carne vacuna, afectada por factores de oferta.

Teniendo en cuenta el desempeño positivo de la economía y que la evolución vigente y esperada de la inflación y sus medidas subyacentes se mantenían acorde con la meta, sin mayores riesgos que puedan desviar la trayectoria de los precios en el horizonte de proyección, el CEOMA decidió mantener la TPM en 5,5% en las reuniones de octubre y noviembre. En el mes de

diciembre, la Fed había ajustado sus tasas de referencia, sin embargo, no se observaron efectos importantes en los mercados financieros internacionales. En lo interno, la inflación seguía con una evolución que era coherente con la meta, al tiempo que la actividad había registrado una moderación en el margen, pero explicada por el desempeño de sectores no vinculados a la política monetaria. Bajo ese contexto, el Comité decidió nuevamente mantener el perfil de política monetaria.

La proyección de crecimiento para el 2016 en el escenario base se mantuvo en 4% aunque con una ligera recomposición en los sectores. Para el 2017, se pronosticó una tasa de crecimiento del producto de 3,7%, respaldada principalmente, por el lado de la producción, en la expansión esperada en los sectores de comercio, comunicaciones, gobierno general, servicios, entre otros. Asimismo, la industria manufacturera y las construcciones tendrían una incidencia importante. Por el lado del gasto, el consumo privado y la inversión serían los principales factores de crecimiento. Además, el consumo público tendría un repunte, mientras que la demanda externa tendría una contribución menor a la del 2016.

El escenario base de proyección de la inflación se ubicó en 3,6% para el cierre del año, por encima del informe previo (3,3%). La variación se debe principalmente por un incremento de los precios de algunos rubros alimenticios, en especial los volátiles, que produjeron un aumento de precios en el último trimestre mayor a la prevista anteriormente. Por otra parte, la inflación subyacente para fines del 2016 registró una proyección ligeramente superior (3,5%) al trimestre previo, básicamente por un incremento de los precios importados afectados por la depreciación del guaraní. Para el 2017, la proyección de la inflación total se mantuvo similar, con una trayectoria superior a 4% a partir de mitad año y con una convergencia gradual a la meta de 4,5% en el horizonte de política, en ese momento el cuarto trimestre de 2018.

En cuanto a los escenarios de riesgos, el hecho más importante fue el aumento de la tasa de política monetaria por parte de la Fed de Estados Unidos, además de que se espera una senda de ajustes graduales durante el 2017. Un punto importante a tener en cuenta hace referencia a un ritmo de ajustes más rápido que lo

previsto inicialmente. Este hecho podría incrementar el costo de financiamiento externo y ejercer mayor presión sobre las monedas de las economías emergentes. En Europa, la incertidumbre con relación al proceso del *Brexit* se ha reducido por los planes del gobierno británico de diseñar mecanismos pertinentes para una salida ordenada. Por su parte, los riesgos de una moderación en el crecimiento de China se han atenuado, considerando la mejora de la inversión privada y los efectos de las medidas de estímulo del gobierno. En la región, las señales de mejoras en la economía brasileña se debilitaron con relación a lo destacado en el trimestre anterior. Además, la implementación efectiva de la reforma fiscal seguía con obstáculos importantes, considerando la compleja situación política. Por su parte, en Argentina continuaba el complicado proceso de transición económica, aunque con perspectiva de recuperación para el 2017.

Además, se señaló que la evolución del precio del petróleo podría ser también un factor de riesgo a tener en cuenta, ya que los principales productores mundiales habían acordado recortar la producción, por lo que, los precios comenzaron a aumentar en los mercados internacionales. De seguir con esto, mayores incrementos de precios, asociados al fortalecimiento del dólar, podría erigirse en elementos de presión sobre los precios internos de los países importadores de petróleo y/o combustibles derivados del mismo.

En el ámbito local, una preocupación era la evolución futura del tipo de cambio, que dependería en parte, de las medidas que la Fed vaya a tomar durante el 2017, con relación a la normalización de su política monetaria. Este comportamiento del dólar afectaría a todas las economías, por lo que el impacto sobre los precios domésticos dependería del comportamiento de tipo de cambio real con respecto a los principales socios comerciales.

Como ya se venía señalando, la reversión de los diferenciales de precios con Argentina, a favor de Paraguay, seguía generando un importante aumento de las ventas en las zonas fronterizas, contribuyendo así a impulsar la actividad económica. En relación al comercio con Brasil, si bien las exportaciones de Paraguay y las reexportaciones habían aumentado en el 2016, la

evolución del real brasileño sería también un factor importante en la consolidación del comercio fronterizo para el 2017.

Por otro lado, en el mes de noviembre se había aprobado una nueva metodología de actualización del salario mínimo, la cual comprende una periodicidad anual, por lo que habrá ajustes más frecuentes. Esto en principio podría ocasionar una mayor persistencia de la inflación. Sin embargo, considerando los bajos niveles de inflación de Paraguay desde la implementación del esquema de metas de inflación, no se esperaría que la nueva regla comprometa el cumplimiento de la meta inflacionaria. Evaluados los escenarios de riesgos, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación estaba en equilibrio.

### Reuniones de enero, febrero, marzo

En enero, las expectativas de la economía mundial se habían vuelto más inciertas, principalmente por las políticas que planteaba implementar el nuevo gobierno de Estados Unidos, en especial, en lo que respecta al ámbito económico y comercial. Este hecho, había generado una mayor incertidumbre en las proyecciones de crecimiento de las principales economías y en los mercados internacionales. Sin embargo, los riesgos derivados del sector externo sobre la inflación doméstica se habían reducido transitoriamente, debido a la depreciación del dólar americano a nivel global. Asimismo, las previsiones de recuperación de las economías de la región se habían debilitado, reflejadas en las revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento de Brasil y Argentina. Con relación a la política monetaria, el BCB decidió continuar con una política menos contractiva reduciendo nuevamente su tasa de referencia. En Argentina, los indicadores de inflación habían mostrado una reducción en el margen.

En el ámbito local, la evolución de la inflación y sus expectativas continuaban mostrando una trayectoria acorde con la meta en el horizonte de política. Asimismo, la actividad económica continuó mostrando una evolución favorable, principalmente por el buen desempeño del comercio, los servicios a los hogares, la industria y las construcciones, entre otros.

Bajo este escenario, el CEOMA determinó que mantener el perfil de política monetaria era lo más apropiado, con una TPM de 5,5% anual, para garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política.

En la reunión de febrero, se reiteraba que en el contexto internacional persistía la incertidumbre referente a los efectos de las políticas del gobierno de Estados Unidos, sobre las perspectivas económicas a nivel global. En la Eurozona, la actividad económica venía mostrando un mejor desempeño y aumentos de la inflación a partir de bajos niveles. En la región, las perspectivas de recuperación permanecían frágiles, principalmente por el deterioro de las expectativas de Brasil. Sin embargo, principalmente por las sucesivas disminuciones en la tasa de inflación, el BCB había decidido nuevamente reducir su tasa de política monetaria. En Argentina, algunos indicadores de actividad seguían registrando una contracción en la economía y continuaba con elevadas tasas de inflación.

En el ámbito doméstico, no se verificaron cambios significativos en el comportamiento mensual de la inflación respecto del mes previo, aunque la inflación interanual registró una considerable reducción, debido a la elevada base de comparación del primer mes del año 2016. Así, la evolución de la inflación, junto con sus medidas de tendencia y las expectativas, se mantenía en línea con la meta en el horizonte de proyección. Con relación a la actividad económica, los indicadores de corto plazo nuevamente habían registrado un buen desempeño sobre todo en los sectores secundario (industria y construcciones) y terciario (comercio y servicios).

Por lo tanto, el CEOMA consideró que este escenario no ameritaba un cambio en el perfil de política monetaria, por lo que nuevamente decidió mantener la TPM en 5,5% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de política.

Para la reunión de marzo, el principal acontecimiento a nivel internacional había sido el incremento de las tasas de los fondos federales de los Estados Unidos. Al respecto, el Comité indicó que no se habían observado

mayores impactos en los mercados financieros internacionales, ya que los agentes económicos ya habían incorporado dicho ajuste en sus expectativas. En la Eurozona no se habían observado mayores cambios con relación al mes previo. El sector manufacturero permanecía en zona de expansión, al tiempo que la inflación se mantenía estable. En el plano regional, en Brasil, los indicadores de actividad y las perspectivas permanecían debilitadas. Así también, la inflación continuaba en disminución, por lo que el BCB decidió nuevamente continuar con la reducción de su tasa de referencia. En Argentina, los indicadores de corto plazo seguían en zona de contracción y además, se señalaba posibles incrementos de la inflación.

En lo interno, las medidas de tendencia de la inflación eran consistentes con una convergencia gradual de la

inflación a la nueva meta y no se avizoraban riesgos que pudieran afectar la trayectoria esperada de las variaciones de precios en el horizonte de proyección. Además, se resaltaba que las expectativas de inflación de los agentes económicos se habían ajustado a la nueva meta. Por su parte, los indicadores de actividad económica y de gasto interno siguieron mostrando un buen desempeño a principios del 2017.

Bajo este contexto, el CEOMA estableció que no ameritaba un ajuste de la tasa de referencia, por lo que decidió nuevamente mantener la TPM en 5,5% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de política.

## I. Entorno Internacional y Regional

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

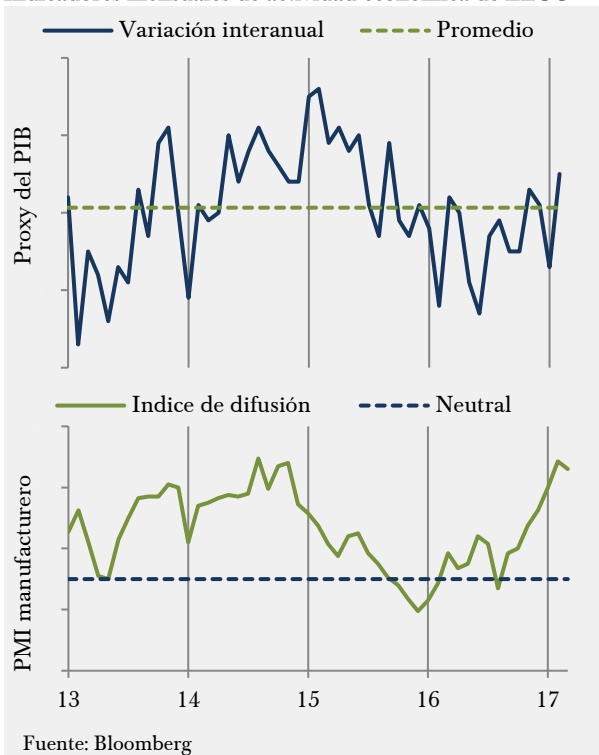
Variación anual, porcentaje

	Diciembre 2016			Marzo 2017		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Mundo	2,9	3,2	3,4	3,1	3,2	3,4
EE UU	1,6	2,2	2,3	1,6	2,2	2,3
Eurozona	1,6	1,4	1,5	1,8	1,6	1,6
China	6,7	6,5	6,1	6,7	6,5	6,2
Brasil	-3,4	1,0	2,1	-3,6	0,7	2,2
Argentina	-1,9	3,1	3,1	-2,3	2,9	3,2
Socios comerciales	0,6	2,0	2,4	0,6	1,9	2,4
Socios Mercosur	-2,7	1,1	2,1	-2,9	1,1	2,3

Fuente: Bloomberg

Nota: A partir del presente informe se utilizan solo datos observados y proyecciones de Bloomberg.

**Gráfico I.1**  
**Indicadores mensuales de actividad económica de EEUU**



### Actividad económica

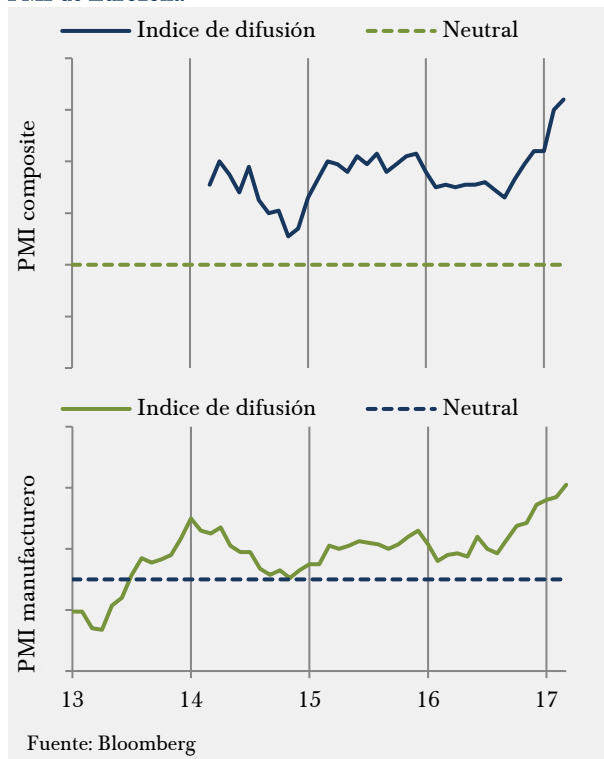
En el escenario internacional, las perspectivas de crecimiento económico son más favorables respecto de lo observado en los últimos años. Las mejores expectativas se sustentan principalmente en la recuperación de las economías avanzadas, no obstante, persisten algunas fuentes de incertidumbre derivadas principalmente de los efectos que podrían tener a nivel mundial las medidas económicas del nuevo gobierno de Estados Unidos. Por su parte, el escenario regional presenta también un panorama económico más alentador respecto de los últimos años, aunque últimamente las proyecciones de crecimiento, si bien siguen siendo positivas, se han ido moderando.

En el año 2016, la economía mundial tuvo un crecimiento de 3,1%, cifra que se encuentra por encima de las proyecciones del mes de diciembre (tabla I.1). En particular, las estimaciones del Producto Interno Bruto (PIB) de los Estados Unidos y China no presentaron modificaciones con respecto a las tasas previstas a finales del año anterior (1,6% y 6,7% respectivamente). Sin embargo, la Eurozona presentó una mejoría en la segunda mitad del año, explicada principalmente por el crecimiento de la actividad manufacturera, especialmente en los Países Bajos, Austria y Alemania, motivando una corrección al alza en su estimación de crecimiento del PIB de 2016, la cual pasó de 1,6% (diciembre) a 1,8%.

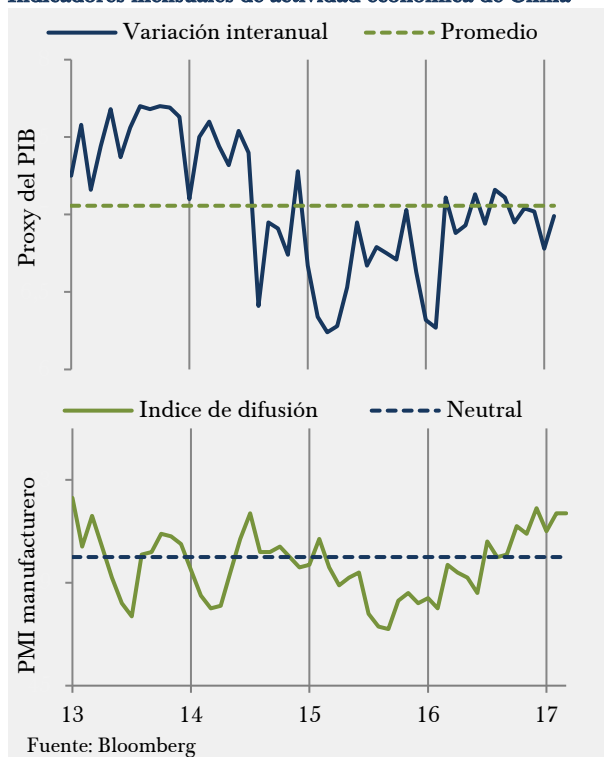
Por su parte, en la región, el crecimiento del PIB de 2016 del bloque Mercosur se corrigió a la baja con respecto a diciembre, influenciado principalmente por el debilitamiento de las previsiones de crecimiento de los socios más importantes (Argentina y Brasil), que no tuvieron los resultados esperados en el segundo semestre de 2016. Sin embargo, a nivel de los principales socios comerciales el crecimiento del PIB se mantuvo similar respecto de lo previsto en diciembre, debido a que los resultados más débiles de Argentina y Brasil fueron compensados por mejoras de los otros socios comerciales, principalmente Rusia.

En Estados Unidos, el crecimiento anualizado del PIB en el cuarto trimestre de 2016 fue 2,1%, cifra inferior al observado

**Gráfico I.2**  
PMI de Eurozona



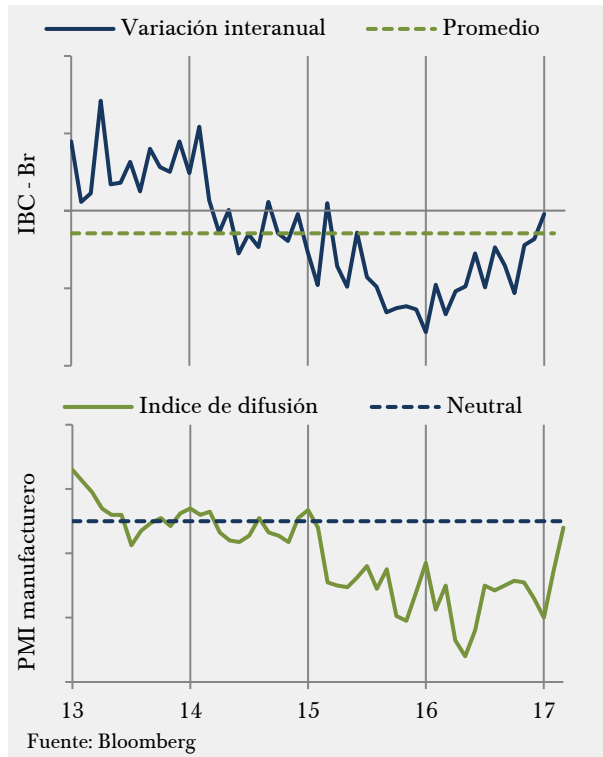
**Gráfico I.3**  
Indicadores mensuales de actividad económica de China



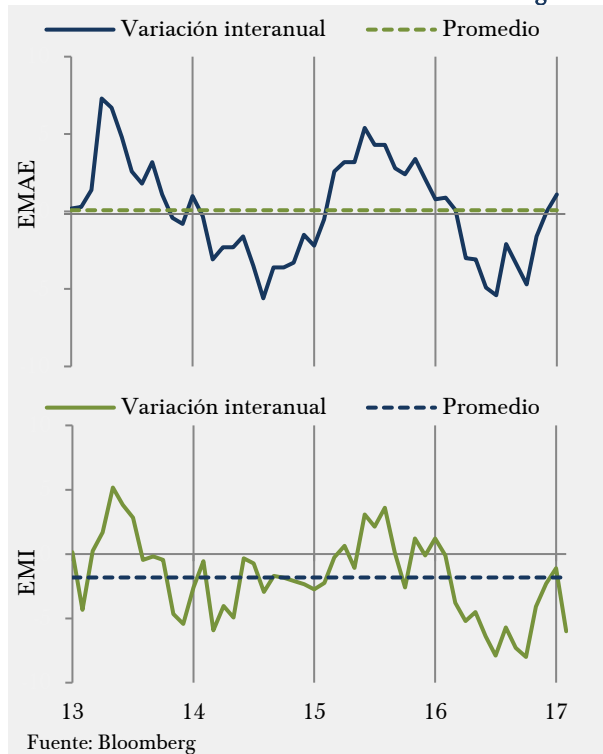
en el trimestre anterior (3,5%), aunque superior a lo verificado en los primeros trimestres del año (0,8% en el primero y 1,4% en el segundo). La desaceleración respecto al tercer trimestre se atribuye principalmente a las disminuciones de las exportaciones y del gasto de gobierno federal, como también al aumento de las importaciones. En cuanto al año 2017, Estados Unidos sigue en la senda expansiva, presentando un crecimiento de 2,5% interanual en su indicador mensual de actividad (gráfico I.1). El mayor crecimiento se explica especialmente por el incremento en los inventarios privados, el aumento de las ventas al por mayor, de la actividad manufacturera y la creación de puestos de trabajo. Por su parte, el PMI (*Purchasing Managing Index*) manufacturero sigue en zona de expansión ubicándose en el mes de marzo en 57,2, por encima del nivel observado en el IPoM anterior, impulsado por el aumento de la producción, las nuevas órdenes, el empleo y los precios. Asimismo, el mercado laboral se sigue consolidando. La tasa de desempleo cerró en 4,5% en el mes de marzo (4,6% en el IPoM de diciembre). En cuanto a las perspectivas de crecimiento del PIB de EEUU, ésta se mantiene invariable para el 2017 y 2018 en 2,2% y 2,3%, respectivamente. Sin embargo, existen ciertos factores de riesgo que podrían afectar a estas proyecciones, como la incertidumbre en torno a las acciones de política de la actual administración, particularmente las relacionadas al comercio exterior y a la reforma fiscal.

En la Eurozona, el PIB en el cuarto trimestre de 2016 se incrementó 0,4% trimestral, igual al tercer trimestre. El crecimiento observado se explica por la evolución favorable del consumo de los hogares y el aumento de la formación bruta de capital fijo. Las economías que registraron tasas de crecimiento más elevadas fueron Estonia, Polonia y Lituania. Por su parte, el PMI *composite* del mes de marzo de 2017 fue de 56,4, superior a lo observado en diciembre (gráfico I.2). Este nivel alcanzado es explicado por la creación de nuevos negocios, el crecimiento más acelerado del empleo, las mejores expectativas de los empresarios y el mayor impulso del sector servicios, en el que Francia fue el más destacado. En lo que se refiere a la actividad industrial, el PMI manufacturero sigue en continua expansión desde setiembre del año anterior, ubicándose en 56,2 en marzo. Igualmente, el mercado laboral mostró cifras más favorables en el mes de febrero, llegando la tasa desempleo a 9,5%, el nivel más bajo desde mayo del 2009. Los países con menor desempleo son República Checa (3,4%) y Alemania (3,9%),

**Gráfico I.4**  
Indicadores mensuales de actividad económica de Brasil



**Gráfico I.5**  
Indicadores mensuales de actividad económica de Argentina



explicado principalmente por una mayor producción en sector de manufacturas. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE), en la publicación de las proyecciones macroeconómicas de marzo, espera que el PIB aumente 1,8% en 2017 y 1,7% en 2018.

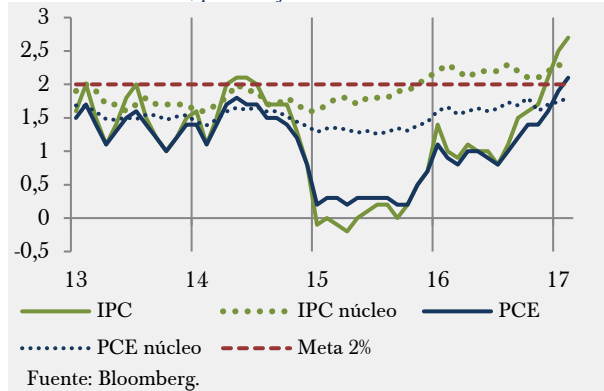
Por su parte, China, creció 6,9% interanual en el primer trimestre del 2017, cifra superior al 6,8% observado en el cuarto trimestre de 2017 y a lo esperado por el mercado (6,8%). Dicho crecimiento se explica por el aumento de la inversión, la recuperación de la producción industrial y de las ventas al por menor en un contexto de crecimiento del crédito y fortalecimiento de los mercados inmobiliarios. Adicionalmente, el gasto gubernamental en infraestructuras fue una fuente importante de crecimiento. Con relación a la actividad manufacturera, el PMI mejoró en el mes de marzo (51,7) con respecto a lo presentado en el último IPoM (50,9) (gráfico I.3). Este incremento se debió a la expansión de la producción, de las nuevas órdenes, del empleo y de los pedidos para exportación. Las perspectivas de crecimiento se mantuvieron para el 2017 en 6,5% y mejoraron para el 2018 (6,1% a 6,2%).

En Brasil, el PIB se contrajo 0,9% trimestral en el cuarto trimestre de 2016, luego de una retracción del 0,7% en el trimestre previo, explicada principalmente por la caída de la producción del sector industrial y servicios por el lado de la oferta y por la contracción del consumo privado y la formación bruta de capital por el lado de la demanda. Con esto, el PIB anual de 2016 cayó 3,6% (-3,8% en 2015). Por su parte, el indicador de actividad económica mensual (IBC – Br) al mes de enero se contrajo 0,2% en términos interanuales, que representa la menor caída desde marzo del 2015 (gráfico I.4). De esta manera, se observa una gradual recuperación de la economía brasileña hacia tasas positivas. Del mismo modo, el PMI manufacturero de marzo presenta una mejoría paulatina desde su nivel más bajo en mayo de 2016, aunque aún permanece en zona de contracción con un valor de 49,6, por debajo del umbral de 50. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo sigue en aumento, llegando a 12,9% durante el primer trimestre del año, explicado mayormente por la contracción de la producción industrial. En este contexto de indicadores con resultados mixtos, las expectativas de crecimiento de Brasil para el año 2017 se han deteriorado, cayendo a 0,47% en la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB) realizada en marzo, luego de haberse situado en 0,58% en el IPoM de diciembre.



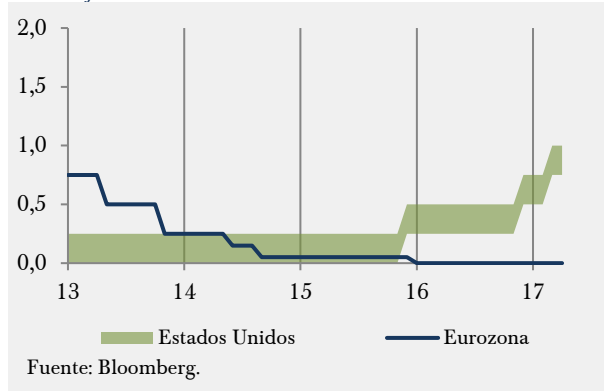
**Gráfico I.6**  
**Inflación en EEUU**

Variación interanual, porcentaje



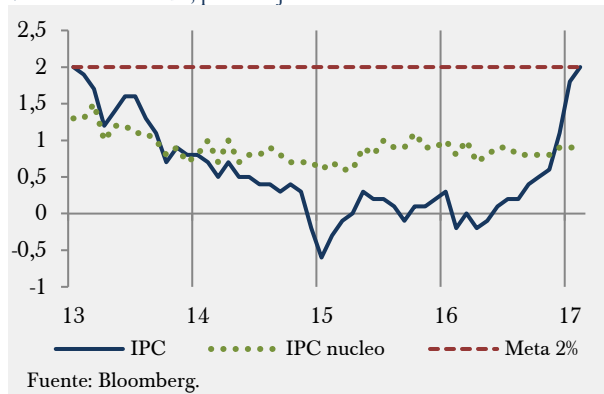
**Gráfico I.7**  
**Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona**

Porcentaje



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

Variación interanual, porcentaje



Sin embargo, para el año 2018 la corrección fue al alza, aumentando a 2,5%.

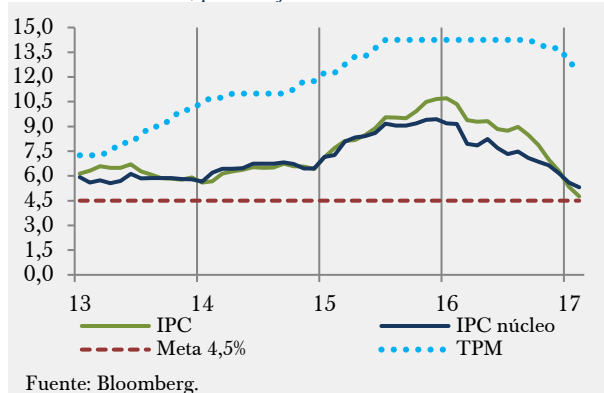
En Argentina, la estimación provisoria del PIB para el cuarto trimestre de 2016 indica una variación interanual de -2,1% (-3,7 en el tercer trimestre). Dicho comportamiento se explica especialmente por el aumento de las importaciones y la contracción de la formación bruta de capital fijo. No obstante, de acuerdo al Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), la economía creció 1,1% interanual en el mes de enero (0% en el IPoM anterior). Los factores que explicaron mayormente este comportamiento fueron el dinamismo de los sectores relacionados con el agro y los servicios. Por su parte, el Estimador Mensual Industrial (EMI), presentó una variación interanual de -6,0% en febrero (gráfico I.5). Este comportamiento se debió principalmente a las caídas en la industria textil (-22,5%), la industria automotriz (-18,6%) y las productoras de metales (-9,3%). En este contexto, las perspectivas de crecimiento tuvieron correcciones a la baja para el año 2017, de 3,1% a 2,9%, y al alza para el año 2018, de 3,1% a 3,2%.

### Inflación y Política Monetaria

Las distintas medidas de inflación en EEUU se incrementaron respecto a las cifras presentadas en el IPoM anterior (gráfico I.6). El índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación interanual de 2,7% en febrero, mientras el IPC núcleo se incrementó 2,2% interanual. Por su parte, el índice PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se incrementó en 2,1% interanual en el mes de febrero, superando en el margen a la meta de largo plazo de 2%; mientras que el PCE núcleo, que excluye alimentos y energía, aumentó en 1,8%, aproximándose cada vez más a la meta. Respecto a la política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, considerando las condiciones laborales e inflacionarias esperadas, decidió elevar el rango objetivo de fondos federales a 0,75% - 1% en su reunión de marzo (gráfico I.7). Se espera que la economía norteamericana siga fortaleciéndose durante el año 2017, al tiempo que el mercado laboral se aproxima a niveles de pleno empleo y la inflación se estabiliza en torno al 2% en el mediano plazo. En línea con la política de suba de tasas asumida por la FED, las expectativas de los agentes revelan posibles subas adicionales en el 2017 y 2018.

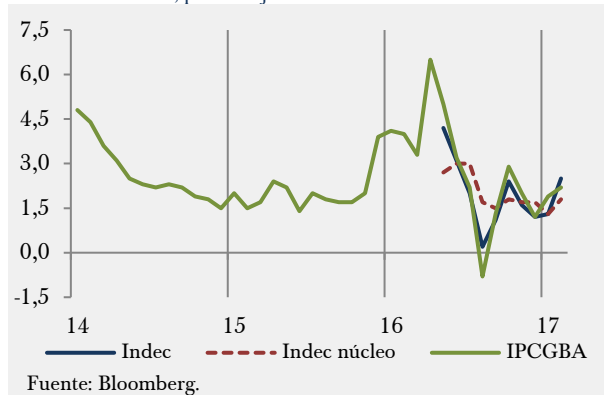
**Gráfico I.9**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



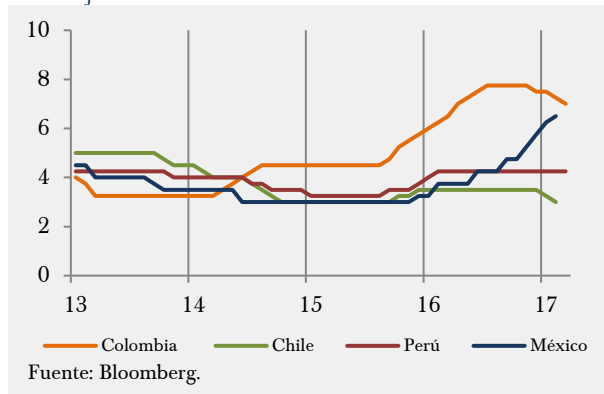
**Gráfico I.10**  
**Inflación en Argentina**

Variación mensual, porcentaje



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

Porcentaje

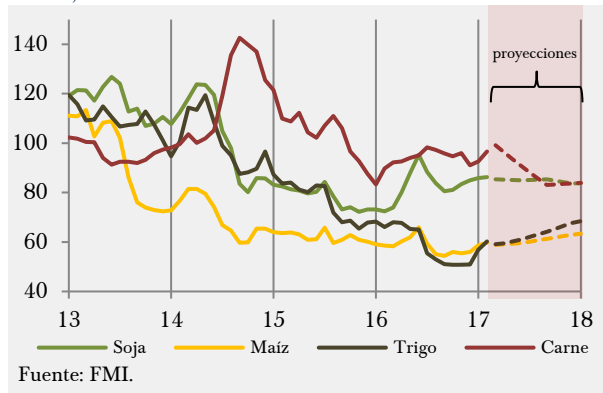


En la Eurozona, la tasa de inflación ascendió a 2% interanual en febrero impulsado por los aumentos de precios de alimentos y energía, mientras que la inflación núcleo se mantuvo en el rango de crecimiento de los últimos meses de 0,9% (gráfico I.8). En cuanto a la política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas claves de referencia en la reunión de marzo. Al respecto, considera que las tasas se mantendrían en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un periodo prolongado de tiempo a fin de asegurar un nivel de inflación compatible con la meta en el horizonte de política. En lo que respecta a las medidas no convencionales, el BCE decidió continuar hasta al menos diciembre de 2017 con las compras de activos prevista inicialmente hasta el mes de abril, sin embargo el monto de las compras será reducido a 60.000 millones de euros mensuales a partir de abril de 2017.

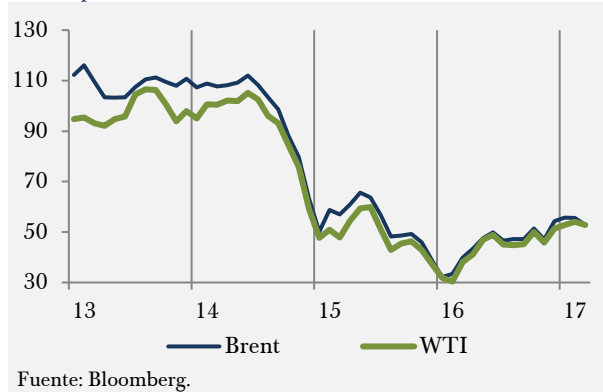
En la región, la inflación de Brasil fue de 4,8% interanual en febrero, menor a la tasa presentada en el informe anterior y muy cerca de la tasa objetivo de 4,5% (gráfico I.9). Del mismo modo, la inflación núcleo siguió con su tendencia de desaceleración, quedando en 5,3% en febrero. Según la encuesta de Focus, se esperan tasas de inflación de 4,1% para el 2017, y 4,5% para el 2018. En este contexto, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidió bajar la tasa Selic en 75 puntos básicos en sus reuniones de enero y febrero, quedando en 13,0% y 12,25%, respectivamente.

La inflación de Argentina medida por el Indec mostró una variación mensual de 2,5% en el mes de febrero; mientras que la inflación núcleo mensual fue de 1,8%, siendo ambas tasas superiores a las publicadas en el IPoM anterior (1,6% y 1,7% respectivamente) (gráfico I.10). Por otra parte, la inflación medida por el Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) fue de 2,2% mensual en febrero, superior al publicado en diciembre de 2016 (1,2%). Estos índices de precios estuvieron mayormente influenciados por la suba de los precios regulados. Sin embargo, se espera una reducción paulatina de la inflación en los próximos meses con la implementación del esquema de metas de inflación a partir de enero, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019. De esta manera, en el mes de marzo, como medida de política monetaria el BCRA decidió mantener inalterada su tasa de política

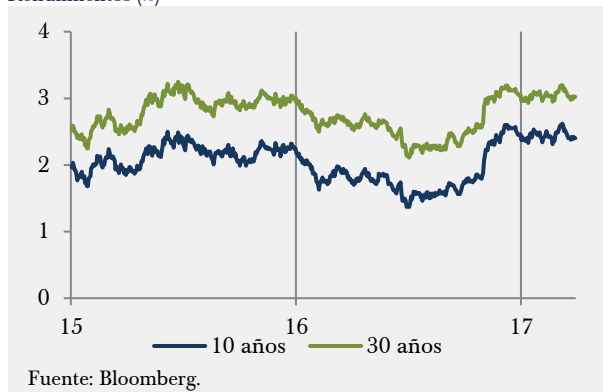
**Gráfico I.12**  
**Precios de commodities**  
Índices, enero 2012 = 100



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



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



monetaria en 24,75%, nivel que se mantiene desde noviembre de 2016.

En la región, se observaron ajustes a la baja en las tasas de política monetaria en Colombia y Chile respecto al último IPoM (gráfico I.11). En tal sentido, Colombia disminuyó su tasa de referencia en 25 puntos base en la reunión de marzo ubicándose en 7,25% anual, Chile redujo sus tasas en 25 puntos base en las reuniones de enero y marzo situándose en 3% anual. En el mismo periodo, México aumentó 50 puntos base en la reunión de febrero por lo que quedó en 6,25% anual, mientras tanto Perú decidió mantener su tasa de referencia en 4,25% anual.

### Materias primas

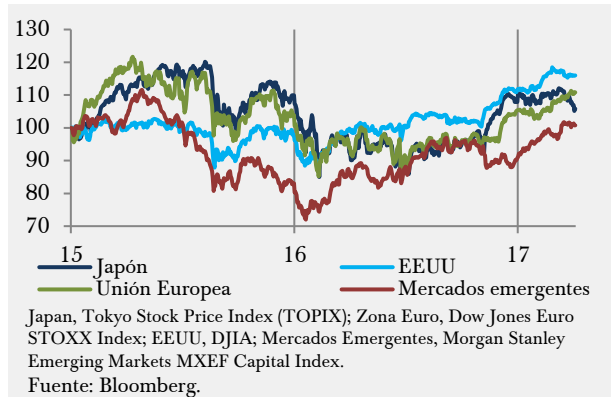
Los precios de los *commodities* más importantes para el Paraguay presentaron una tendencia positiva en relación al presentado en el IPoM anterior (gráfico I.12). Así, el precio de la soja registró un incremento de 1,5% al mes de febrero, en tanto que, según las proyecciones del FMI, se espera que su precio se mantenga en torno al nivel actual a lo largo del 2017. En cuanto al precio del trigo, se incrementó 18,3% respecto al informe anterior; mientras que se proyecta un aumento paulatino del mismo en los próximos meses. El precio del maíz se incrementó 6,7% en relación al IPoM anterior y se espera que siga esta tendencia en los próximos meses. Finalmente, el precio de la carne se incrementó en 6,1% en relación al último informe. Las proyecciones del FMI señalan una caída del mismo para los siguientes dos trimestres y estabilizándose a finales del año.

En el último trimestre se observó un comportamiento dispar en los precios internacionales del petróleo (gráfico I.13). Así, el precio del petróleo Brent cayó en 3%, mientras que el de WTI creció 2,8% respecto al informe anterior. A pesar de que en el mes de marzo Estados Unidos decidió aumentar su producción de crudo y sus existencias aumentaron a niveles históricos –lo cual generó una caída de los precios–, la tendencia general del trimestre se considera estable.

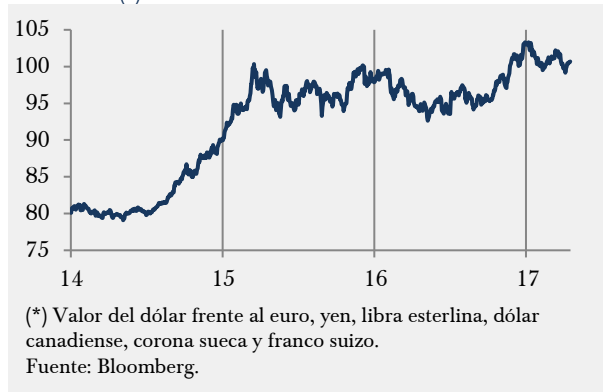
### Mercados financieros internacionales

En lo que respecta a los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU con vencimiento a 10 y a 30 años, no experimentaron cambios significativos comparando contra los niveles del informe anterior (gráfico I.14). En este caso,

**Gráfico I.15**  
**Mercados bursátiles internacionales**  
Índices



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



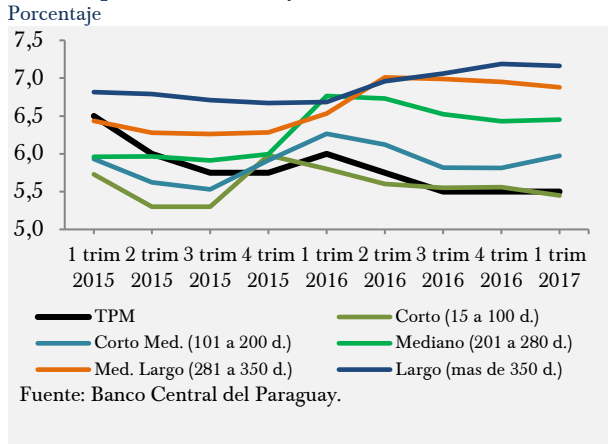
ambas tasas disminuyeron marginalmente en 0,1 puntos porcentuales, desde 2,5% a 2,4% para los bonos de 10 años y de 3,1% a 3% para los bonos a 30 años. Estos resultados se dieron en medio de incertidumbre en torno a la gestión del nuevo gobierno, del incremento de tasas por parte de la Fed en su reunión de marzo y del sólido desempeño del mercado laboral estadounidense.

En comparación con el informe anterior, el índice bursátil de Estados Unidos aumentó 4,6% hasta el mes de marzo de 2017 (gráfico I.15). Sin embargo, las ganancias que se observaron tras conocerse los resultados de las elecciones en Estados Unidos y las expectativas de un mayor crecimiento económico ya se han estabilizado en el último mes. Por otro lado, el índice Nikkei cayó -0,4% desde el informe anterior. Así, en el último mes la bolsa japonesa se ha visto fuertemente debilitada por la revalorización del yen y las diferencias geopolíticas entre países, que generan un difícil equilibrio en la región. Por su parte, el índice europeo aumentó 6,4% y el de mercados emergentes 11,1% con respecto al informe anterior.

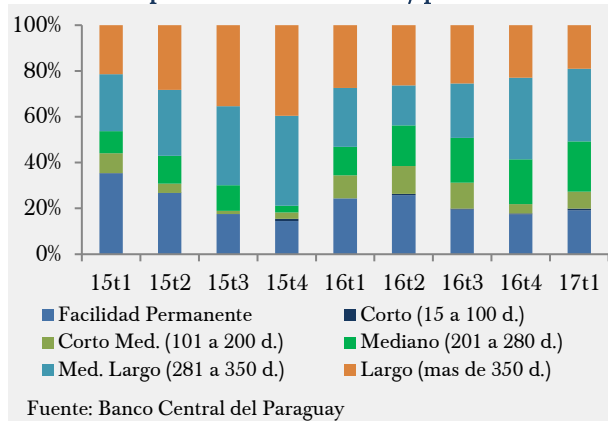
La cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció 1,3% en comparación con el valor del último informe (gráfico I.16). Esta caída en la cotización de la divisa norteamericana se registró a pesar del aumento de la tasa de los fondos federales, ya que en los mercados internacionales se esperaba una posible apreciación con el aumento de tasas. Otro factor que influyó en la depreciación del dólar fue la incertidumbre generada con respecto a la aplicación de políticas fiscales y comerciales prometidas por el gobierno.

## II. Mercados Financieros

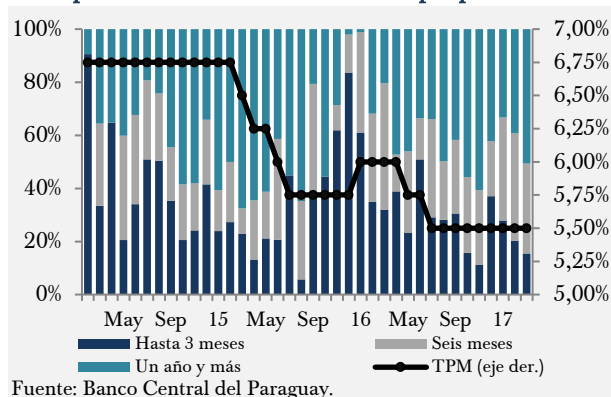
**Gráfico II.1**  
Tasas de política monetaria y de IRM



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



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



### Política Monetaria

En el contexto externo, el incremento de la tasa de política monetaria de Estados Unidos no generó mayores efectos en los mercados financieros internacionales, no obstante, persiste la incertidumbre respecto de las políticas a ser implementadas por la nueva administración norteamericana. En cuanto a los países de la región, si bien hay signos de recuperación, las perspectivas de crecimiento económico se debilitaron en los últimos meses.

Por su parte, en el contexto doméstico, los indicadores de actividad económica de corto plazo mostraron un buen dinamismo, al tiempo que las medidas de tendencia de la inflación mantuvieron una evolución coherente con la meta en el horizonte relevante de política monetaria.

En este escenario, el Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) consideró que no ameritaba modificar el perfil de política monetaria, por lo que decidió mantener la TPM en 5,50% anual durante todo el primer trimestre de 2017 (reuniones de enero, febrero y marzo) (gráfico II.1).

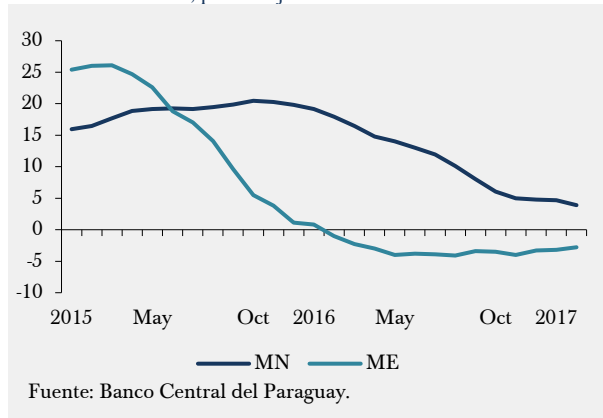
### Instrumentos de Regulación Monetaria

Las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) mostraron un perfil distinto a lo que se había observado en el cuarto trimestre de 2016, cambiando desde plazos superiores a plazos inferiores. Específicamente, se incrementaron las colocaciones menores a 9 meses. En particular, aumentaron las asignaciones en la facilidad permanente de depósitos, corto plazo (15 a 100 días), el corto-mediano plazo (101 a 200 días) y el mediano plazo (201 a 280 días), cuya suma acumulada asciende al 49,3% en comparación al 41,4% del último trimestre de 2016 (gráfico II.2).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el primer trimestre del año se registró un mayor apetito por todos los plazos de los instrumentos, cuya mayor incidencia se observó en el plazo de 6 meses. Así, en el primer trimestre del año la demanda por títulos para plazos hasta 3 meses representó el 21,7% del total, la de 6

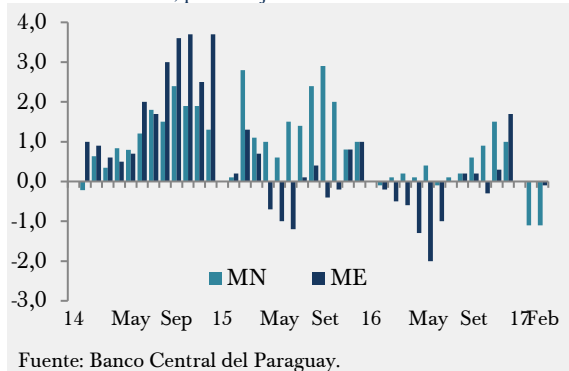
**Gráfico II.4**  
**Evolución del Crédito**

Variación interanual, porcentaje

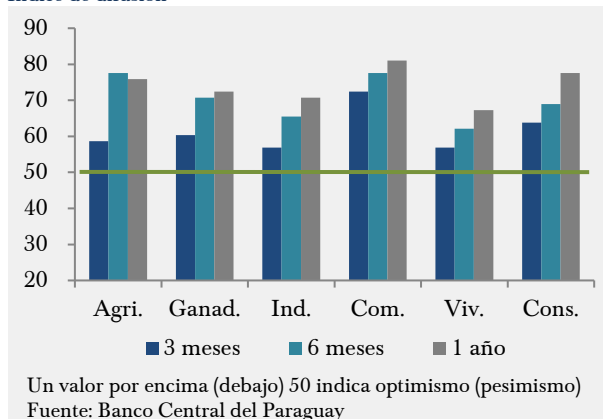


**Gráfico II.5**  
**Créditos en MN y ME**

Variación mensual, porcentaje



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



meses representó el 38% y la de 1 año y más representó el 40,3% (gráfico II.3).

## Condiciones Financieras

Los créditos bancarios en moneda nacional (MN) continúan expandiéndose, aunque persiste la desaceleración mostrada en los últimos meses, mientras que los denominados en moneda extranjera mantienen una variación interanual negativa desde el mes de febrero de 2016, aunque se ha empezado a recuperar levemente en los últimos meses. Así, en febrero, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 2,7%, por debajo del 4,4% registrado al cierre del último informe (IPoM de diciembre). Por otra parte, los créditos en moneda extranjera mostraron una reducción de 2,8% interanual (-3,5% en el informe anterior) (gráfico II.4).

Conforme a los resultados de la Encuesta sobre Situación General del Crédito del cuarto trimestre de 2016, los intermediarios financieros observan un mayor dinamismo en la concesión del crédito. En términos sectoriales, se observan mejoras con respecto a la encuesta del mismo trimestre del año 2015 en construcción, comercio y pequeñas empresas, mientras que en agricultura, industria y vivienda los resultados se ubicaron por debajo.

Por su parte, las expectativas de concesión de créditos para los próximos tres meses también muestran mejoras, especialmente en aquellos destinados a agricultura, comercio, consumo y pequeñas empresas.

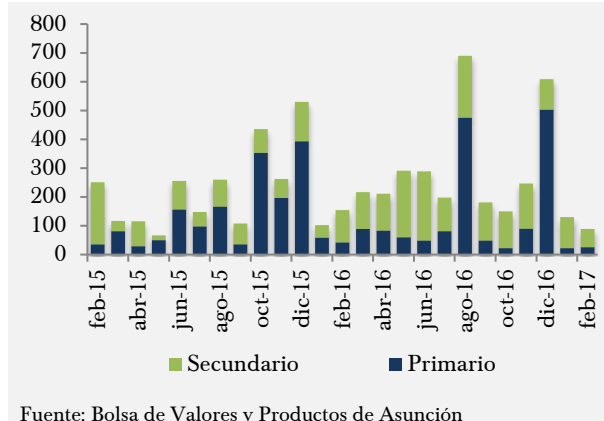
En cuanto a las expectativas sobre la concesión de créditos para los próximos tres meses, el 30% de los encuestados respondió que el crédito aumentará, el 63% respondió que los niveles de créditos no van a cambiar y solamente el 7% mencionó que el crédito puede disminuir. Por su parte, los indicadores de difusión de las expectativas referentes a los créditos por sectores para tres, seis y doce meses continúan en la zona de expansión (gráfico II.6).

Los principales ratios del sistema financiero continúan en niveles adecuados. Así, se observan niveles de solvencia que satisfacen los requisitos mínimos establecidos por Basilea, mientras la rentabilidad, si bien no tiene los mismos niveles de años anteriores, sigue siendo uno de los mejores de la región, con baja morosidad y una alta liquidez.

**Gráfico II.7**

**Volumen negociado en la BVPASA**

En miles de millones de Guaraníes

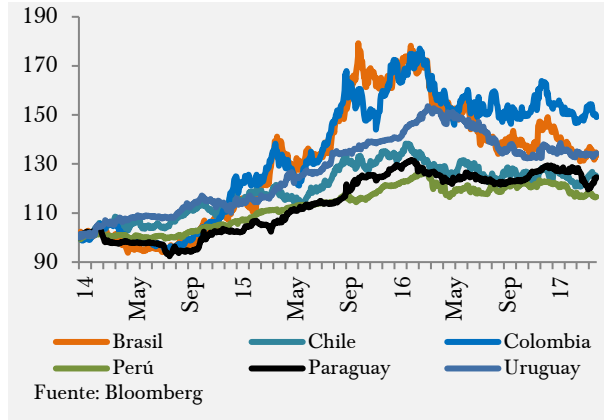


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción

**Gráfico II.8**

**Tipo de cambio nominal respecto al dólar**

Índice 18-dic-2013 = 100

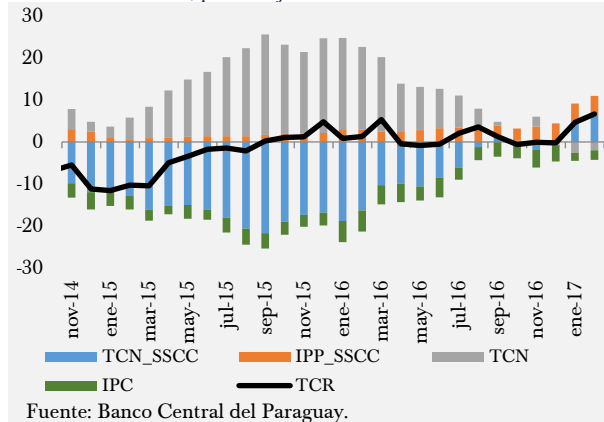


Fuente: Bloomberg

**Gráfico II.9**

**Tipo de cambio real multilateral**

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Mercado bursátil**

El total negociado al mes de febrero en la bolsa de valores registró una variación acumulada de -14,5%. Este resultado se explica principalmente por la reducción de las transacciones en el mercado primario (-52,7%), dado que en el mercado secundario se incrementaron en torno al 10%. De este total negociado durante el año, 21,7% correspondió a transacciones en el mercado primario y 78,3% al mercado secundario (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones en febrero, la distribución es la siguiente: bonos corporativos (38%), bonos subordinados (36%), bonos públicos (14%), bonos financieros (5%), títulos de crédito (4%) y acciones (3%).

En febrero la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 12,2% para las operaciones en moneda nacional y 8,0% para aquellas en moneda extranjera (10,8% y 7,4%, respectivamente, en febrero de 2016).

**Tipo de cambio**

En los últimos meses, la cotización de las monedas de la región se mantuvo volátil sin mostrar una tendencia clara, en línea también con el comportamiento mostrado por el dólar en los mercados internacionales. No obstante, comparando la cotización de fines de mes de marzo de 2017 con el cierre del 2016, se observa una apreciación de las monedas. Así, el guaraní registró una apreciación de 1,7%, el real brasileño 4,1%, el peso chileno 1,5%, el peso colombiano 4,3% y el sol peruano 3,1% (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció en torno a 2% entre febrero 2017 y noviembre 2016, explicada principalmente por la mayor apreciación e inflación de los socios comerciales respecto a las de Paraguay (gráfico II.9).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

Sectores	Pond 2015	2015				2016			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura	18,9	8,1	5,7	7,3	5,0	2,8	2,4	2,4	2,7
Ganadería, forestal y pesca	6,5	9,4	0,6	0,2	-2,2	-0,8	14,3	5,6	-1,8
Industria y minería	10,6	11,6	3,9	1,3	-3,4	-2,8	11,8	7,7	5,7
Electricidad y agua	10,7	-1,7	-4,6	4,9	8,3	11,9	20,0	13,2	6,4
Construcción	3,7	14,7	3,2	-1,9	-3,4	2,7	23,0	33,6	14,7
Servicios	43,3	6,8	3,5	0,5	-0,6	-0,3	2,3	2,0	2,3
Impuestos a los productos	6,3	2,7	1,1	0,8	-2,3	-0,6	0,7	0,9	2,5
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>6,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,4</b>	<b>3,4</b>
<b>PIB s/Agr. y Binac.</b>	<b>72,2</b>	<b>7,7</b>	<b>3,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,1</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

### Actividad y demanda

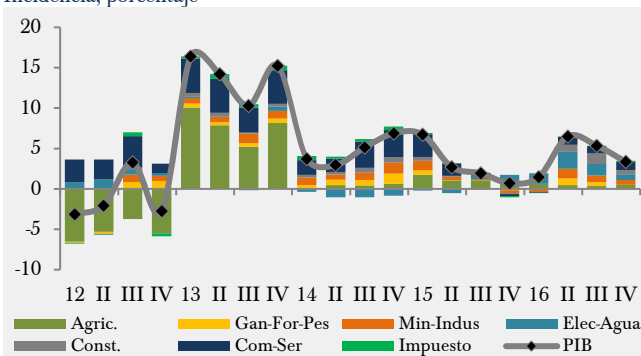
Hacia finales de año, la actividad económica siguió mostrando un buen dinamismo, aunque a un ritmo más moderado. En el cuarto trimestre el PIB registró un crecimiento de 3,4% (5,4% en el trimestre previo). Con este resultado, la tasa acumulada en el año se situó en 4,1%, levemente superior a la previsión de crecimiento para el 2016 (4,0%).

Por el lado de la oferta, los sectores con mayor incidencia en el crecimiento del cuarto trimestre fueron comercio y servicios, la generación de electricidad de las binacionales, las manufacturas y las construcciones (tabla III.1).

Gráfico III.1

**PIB: Sectores de Oferta**

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

El sector de los servicios ha verificado un crecimiento interanual de 2,3%, alcanzando resultados positivos por tres trimestres consecutivos. La recuperación del sector se respalda en el repunte de la actividad comercial seguido por los desempeños positivos de los servicios a las empresas, servicios a los hogares, hoteles y restaurantes. Sin embargo, el crecimiento fue mitigado por las caídas verificadas en comunicaciones, transporte y gobierno. Finalmente, el sector cerró el 2016 con un crecimiento acumulado de 1,6%.

A su vez, la industria manufacturera mostró un incremento interanual de 5,7%. La producción de minerales no metálicos y metálicos (directamente relacionada con el sector de la construcción), así como los sectores de bebidas y tabacos, químicos, lácteos, madera, textiles, molinerías y panaderías fueron los principales impulsores del crecimiento del sector en el cuarto trimestre. Estos desenvolvimientos positivos fueron contrarrestados, en parte, por los menores niveles de producción de los sectores cárnicos, aceites, azúcar y papel. De esta forma, el sector en el 2016 acumuló un crecimiento de 5,3%.

El sector de la construcción continuó con su trayectoria positiva por cuarto trimestre consecutivo, verificando nuevamente un incremento en términos interanuales de 14,7% en el último trimestre del 2016. La buena dinámica del sector sigue siendo sostenida por los emprendimientos privados (edificios corporativos, departamentos y centros comerciales) y complementadas por la inversión física del

Tabla III.2

**PIB: componentes de demanda**

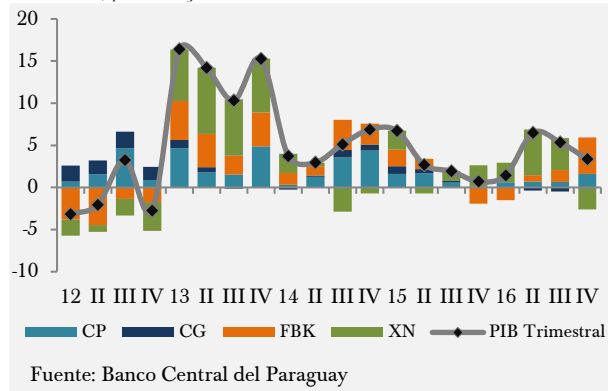
Variación interanual, porcentaje

Componentes	Fond. 2015	2015				2016			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Demanda Interna</b>	93,2	5,0	3,8	0,8	-1,8	-1,0	1,2	1,7	5,9
Consumo hogares	63,5	2,5	2,7	0,9	0,1	1,0	1,1	1,0	2,5
Consumo gobierno	9,5	11,5	5,3	1,9	0,5	-0,6	-4,0	-5,4	-1,5
Formación Bruta de Capital	20,2	11,5	6,7	0,0	-8,0	-8,2	4,1	6,6	19,6
Exportaciones	55,8	5,2	-6,8	-6,2	3,0	0,0	6,7	5,8	0,0
Importaciones	49,0	1,8	-6,8	-8,7	-1,9	-5,0	-2,8	-1,0	5,0
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>6,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,4</b>	<b>3,4</b>

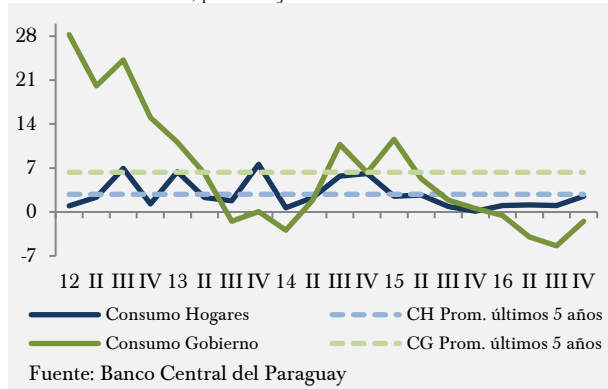
Fuente: Banco Central del Paraguay



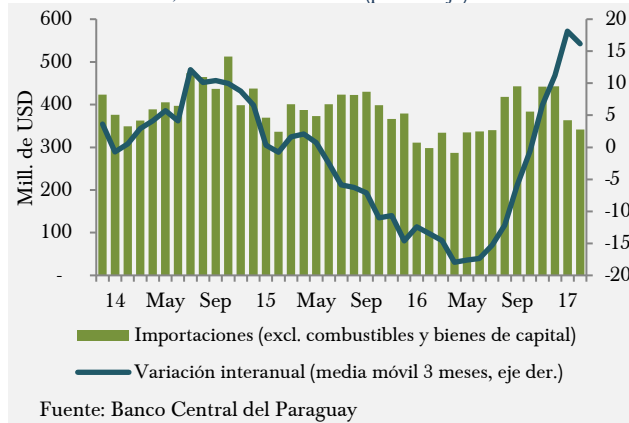
**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencia, porcentaje



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



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



gobierno central. Además, cabe destacar que las condiciones climáticas fueron propicias, permitiendo la ejecución normal de las obras. La tasa acumulada para el 2016 alcanzó 18,6%.

Por su parte, el sector de electricidad y agua (que incluye las binacionales) registró nuevamente una expansión por sexto trimestre consecutivo, con una tasa de crecimiento interanual de 6,4% (superior al promedio verificado en el último quinquenio de 2,6%) y que se justifica por la disponibilidad de caudales hídricos adecuados, las excelentes condiciones técnicas y de operación de las centrales hidroeléctricas. Con este resultado, la producción del sector creció 12,6% en el 2016.

El sector agrícola presentó un crecimiento interanual de 2,7% en el último trimestre del año, resultado que obedece principalmente a la buena campaña sojera, complementada también con la producción de maíz, tabaco, caña de azúcar, poroto y maní. En el 2016 el sector acumuló un crecimiento de 2,6%.

El sector de la ganadería, forestal y pesca verificó una caída interanual de -1,8%, que se debió básicamente a las condiciones climáticas de menores temperaturas registradas en el trimestre y al periodo de vacunación antiaftosa que afectaron el ritmo de faenamiento de ganado vacuno. No obstante, el sector alcanzó un crecimiento acumulado de 4,1% en el 2016.

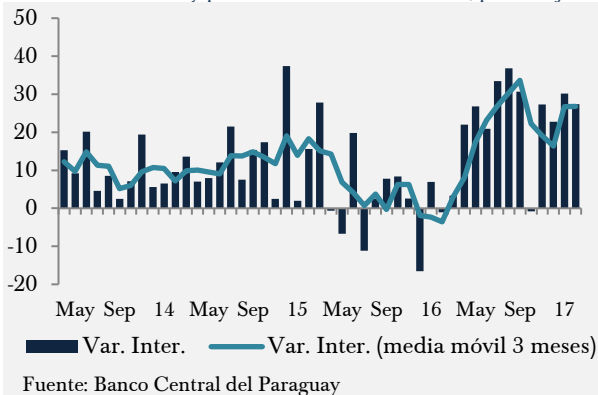
Los datos de empleo de la Encuesta Continua de Empleo (ECE) al cuarto trimestre de 2016 mostraron un aumento interanual de 0,9%. Se observó un importante crecimiento en la generación de empleo en el sector manufacturero (14,3%) y en el sector de la construcción (15,3%). No obstante, en el sector terciario se observaron resultados menos favorables, lo que explica el leve crecimiento a nivel agregado.

Desde la perspectiva del gasto, en el cuarto trimestre de 2016, el impulso positivo al PIB provino de la demanda interna (incremento interanual de 5,9%), sostenida a su vez por el desenvolvimiento positivo del consumo y de las inversiones. No obstante, este resultado favorable fue contrarrestado por el menor desempeño de las exportaciones netas.

Entre los principales componentes de la demanda interna, se han verificado aumentos de 1,9% en el consumo total y de

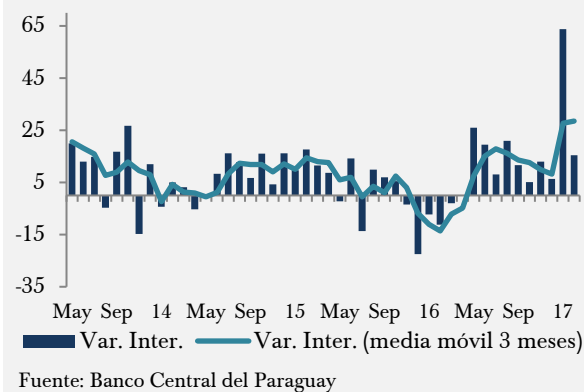
**Gráfico III.5**  
**Indicador del sector construcción**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



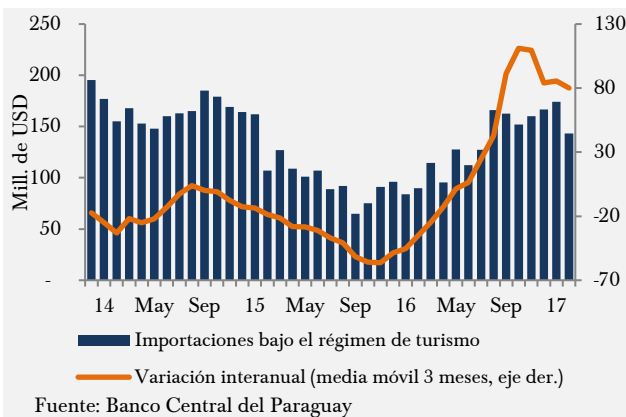
**Gráfico III.6**  
**Indicador de la inversión total**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



**Gráfico III.7**  
**Importaciones bajo el régimen de turismo**

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



19,6% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

Al desagregar el consumo total, nuevamente se registraron resultados contrapuestos para ambos sub-componentes, mostrando el consumo público una contracción interanual de -1,5%. A su vez, el consumo privado ha verificado un incremento interanual de 2,5%, impulsado básicamente por la recuperación de las compras de los bienes durables y también en línea con el aumento de las importaciones de bienes para consumo interno.

A su vez, el comportamiento de la FBK se explica por los importantes incrementos de la formación bruta de capital fijo (FBKF). La FBKF creció 15,1% en términos interanuales, explicada fundamentalmente por la expansión de las construcciones privadas complementadas también por el incremento de la inversión pública. Por el lado de la demanda externa, a diferencia de los trimestres anteriores, las exportaciones de bienes y servicios han evidenciado una desaceleración (variación interanual de 0,0%), mientras tanto las importaciones revirtieron los resultados negativos mostrados en los periodos anteriores, alcanzando un aumento interanual de 5,0% en el cuarto trimestre de 2016.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, con 5,8 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose la FBK con 4,3 p.p. y el consumo total con 1,5 p.p. Por otro lado, la demanda externa incidió negativamente con -2,4 puntos porcentuales.

La actividad económica en general muestra un desempeño favorable en los primeros meses del 2017. Los indicadores adelantados de corto plazo siguen mostrando una buena dinámica de las construcciones tanto privadas como públicas. Asimismo se sigue observando un buen dinamismo de los sectores industriales principales (carnes, bebidas y tabaco, industrias metálicas y no metálicas). Igualmente, se sigue manteniendo un crecimiento significativo de las importaciones bajo el régimen de turismo (productos destinados fundamentalmente a la reexportación), en línea con la recuperación del comercio de frontera (gráfico III.7).

Por último, es relevante destacar la reactivación de las compras de bienes y servicios con tarjeta de crédito en los últimos meses (gráfico III.8).

Gráfico III.8

Compras y transacciones con tarjetas de crédito

Variación interanual (porcentaje)

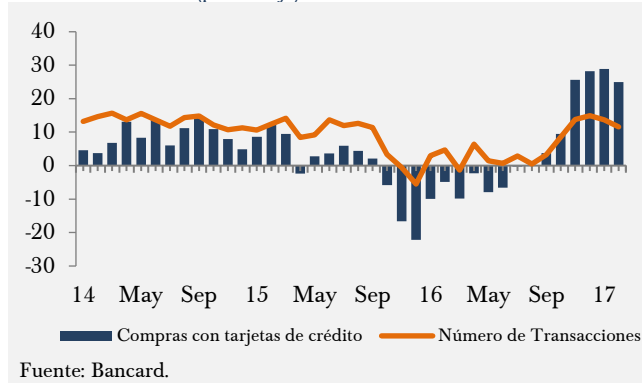


Gráfico III.9

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

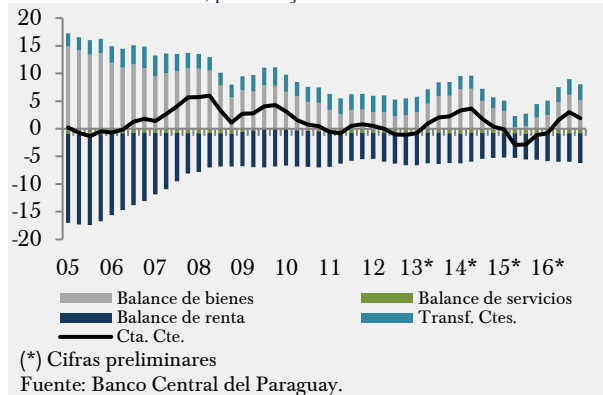


Tabla III.3

Cuenta Corriente

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

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Cuenta Corriente

Para el cierre del año 2016 se realizaron revisiones derivadas de la disponibilidad de cifras finales de comercio exterior así como de los demás componentes de la cuenta corriente. Con esto, la balanza comercial cerró en USD 1.367 millones, superior a los USD 1.266 millones del informe anterior.

Este superávit de la balanza comercial, sumado a las cifras definitivas de las balanzas de servicios, rentas y transferencias, genera un saldo positivo en cuenta corriente para el año 2016 de USD 459,8 millones (1,7% del PIB) superior a lo estimado previamente (1,3% del PIB).

Para el año 2017, se ha realizado una revisión en los datos del comercio exterior conforme al desempeño observado en el primer trimestre del año y a las expectativas favorables tanto para las exportaciones como para las importaciones.

Por un lado, al cierre del primer trimestre, las exportaciones han mostrado una expansión importante (18,4% en términos acumulados), sustentada en los envíos de semilla de soja, aceite de soja y carne, como así también en la mejora de las reexportaciones. Teniendo en cuenta esta dinámica reciente, las buenas expectativas de producción agrícola para el año, los mejores precios internacionales respecto del año anterior, la apertura de nuevos mercados para la carne y la recuperación del mercado ruso, se prevé un crecimiento de las exportaciones totales, que en la presente estimación se sitúa en torno al 4,6%.

Asimismo, las importaciones han venido mostrando una recuperación en los últimos meses, cerrando el primer trimestre con un crecimiento acumulado de 20,9%, explicado por la recuperación de las adquisiciones de bienes para uso interno (consumo, intermedios, capital), como así también de las importaciones bajo el régimen de turismo, destinadas principalmente a la reexportación. Este comportamiento se encuentra en línea con la recuperación prevista del consumo privado, como así también de la mejora de la inversión en maquinarias y equipos, que en los últimos años ha sido afectado negativamente por la caída de los precios de los *commodities*<sup>3</sup>. En este contexto, la previsión de crecimiento de las importaciones para el 2017 se ubica en 6,3%.

<sup>3</sup> Recuadro I: Análisis de la evolución reciente del crédito en Paraguay - IPoM setiembre 2016.

Tabla III.4

**Finanzas públicas – Administración Central**

En miles de millones de Guaraníes

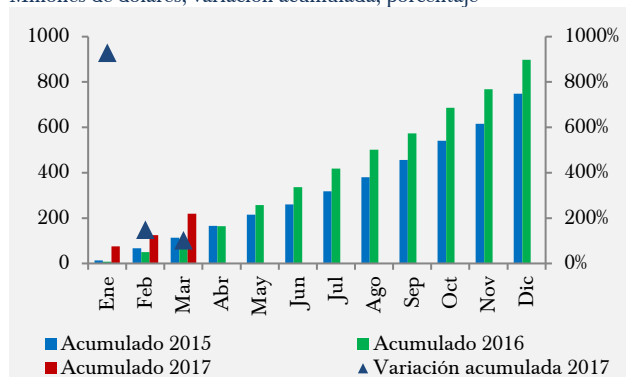
	Mar. 2016	Mar. 2017	Variación (%)
Ingreso total recaudado	6.346	6.547	3,2
Ingresos tributarios	4.086	4.285	4,9
Otros ingresos	2.260	2.262	0,1
Gasto total obligado	6.254	6.238	-0,2
Remuneración a los empleados	2.984	3.038	1,8
Uso de bienes y Servicios	624	548	-12,2
Prestaciones Sociales	904	984	8,9
Otros Gastos	1.742	1.668	-4,3
Adquisición Neta de Activos No Financieros	541	1.096	102,6
Balance Operativo	92	309	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	-449	-787	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.10

**Inversión física de la Administración Central**

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Con estas informaciones se estima que para el año 2017 la cuenta corriente tendrá un cierre con superávit de alrededor del 1,2 % (tabla III.3).

**Finanzas públicas**

El comportamiento de los ingresos y los gastos del fisco en el primer trimestre del año se mantuvo en línea con lo ejecutado en igual periodo de 2016.

El ingreso total recaudado a marzo ascendió a 6,5 billones de guaraníes, lo que equivale a un aumento acumulado de 3,2% comparado con el mismo periodo del año anterior. Esta variación se explica principalmente por el crecimiento de los ingresos tributarios cuya incidencia en el total recaudado fue de 3,1 puntos porcentuales (tabla III.4).

El gasto total obligado a marzo totalizó 6,2 billones de guaraníes, lo que representa una disminución de 0,2% respecto al acumulado a marzo de 2016. Con relación al gasto en remuneración a empleados, se observó un incremento del 1,8% a marzo, esta cifra si bien es superior a la registrada en el último IPoM (-0.2%) y al acumulado en marzo de 2016 (0,6%), se encuentra muy por debajo del promedio observado en los últimos 10 años (13,2%).

La Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un crecimiento acumulado de 102,6% al mes de marzo (gráfico III.10), contrastando con la disminución de 4,3% observada en el mismo periodo de 2016 y con el promedio registrado en los últimos 10 años (12,8%).

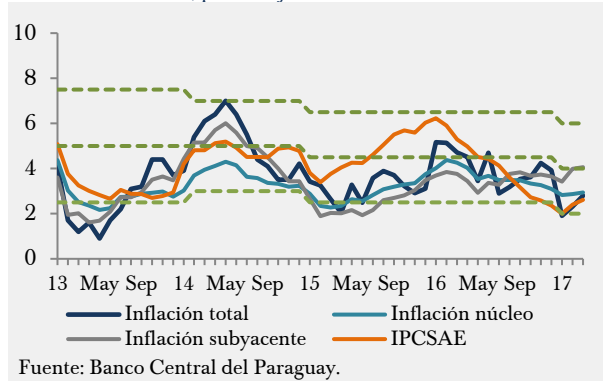
Con estos resultados, en el primer trimestre del año la Administración Central registró un déficit (Préstamo o Endeudamiento neto) acumulado de 787 mil millones de guaraníes (-0,5% del PIB), que en términos anualizados equivale a -1,5% del PIB.

**Evolución de los precios**

Desde el último informe, en promedio, la inflación total se ha reducido, principalmente por una disminución de la variación interanual de precios de los alimentos, y en menor medida de los bienes durables. Por su parte, la inflación núcleo también se ha moderado, siguiendo el

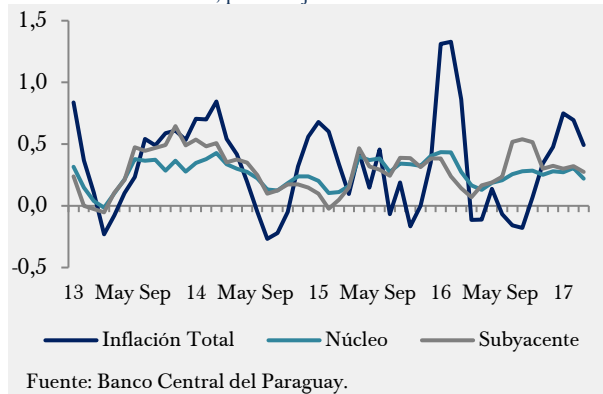
**Gráfico III.11**  
**Indicadores de inflación**

Variación interanual, porcentaje



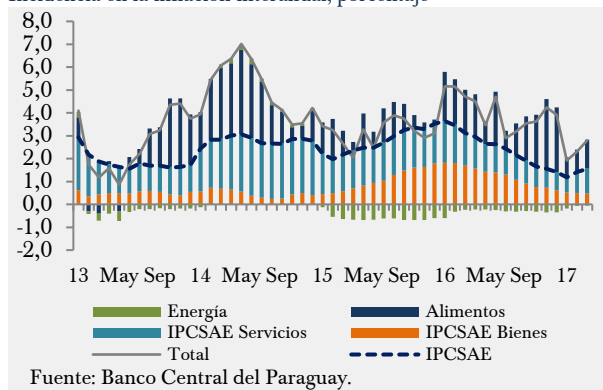
**Gráfico III.12**  
**Inflación mensual**

Media móvil tres meses, porcentaje



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

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



comportamiento que ya se venía observando en informes previos.

La inflación total registró una variación interanual de 2,8% en el mes de marzo, menor al 3,9% observado en diciembre. El promedio del primer trimestre del 2017 se situó en 2,3%, inferior al 5% verificado en el primer trimestre del 2016, y también inferior al promedio observado en el cuarto trimestre del año pasado (3,9%). Este comportamiento se debió fundamentalmente a la disminución interanual de los precios de los rubros frutihortícolas, que contribuyó a atenuar los incrementos observados en otros productos alimenticios. Asimismo, los bienes durables mostraron una caída, en línea con la apreciación de la moneda local verificada en el primer trimestre.

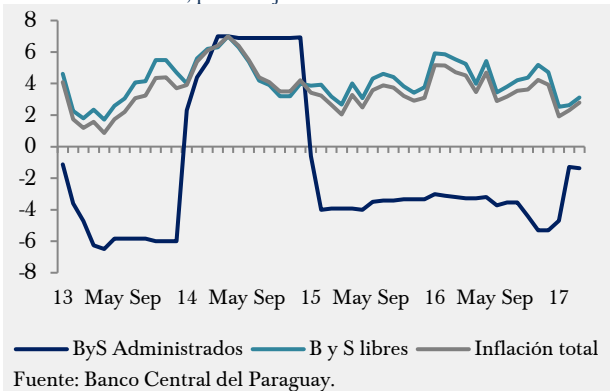
Entre diciembre 2016 y marzo 2017, la variación acumulada del IPC fue de 1,5%. Este incremento se explicó por el aumento en los precios de los productos alimenticios y servicios, principalmente los relacionados a la educación, acompañados por disminuciones de precios de los bienes duraderos debido a una apreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano.

En alimentación, se registraron subas de precios en productos lácteos y azúcar. A su vez, se destacaron los incrementos de precios observados en aceites, mantecas, huevos y rubros volátiles de la canasta, éstos últimos afectados por factores climáticos adversos que redujeron la oferta de los mismos. Por otra parte, se subraya las reducciones de precios registradas en los cortes de carne vacuna, debido a una mayor oferta durante el periodo.

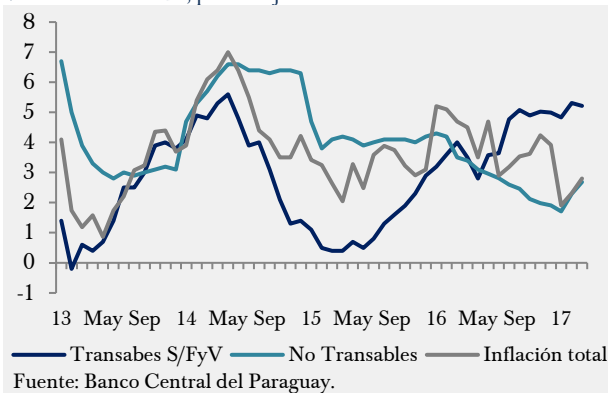
Con respecto a la inflación núcleo, en el primer trimestre del 2017 promedió una tasa de 2,9%, por debajo del 3,2% observado en el trimestre anterior. Por su parte, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,8% y 4,7%, respectivamente (3,7%, 4,9%, en el informe anterior) (gráfico III.11).

En términos mensuales, la inflación promedio entre enero y marzo del corriente fue 0,5%, similar al observado entre octubre y diciembre del 2016, y menor de lo registrado en el trimestre enero-marzo del año pasado (0,9%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas del 0,2% y

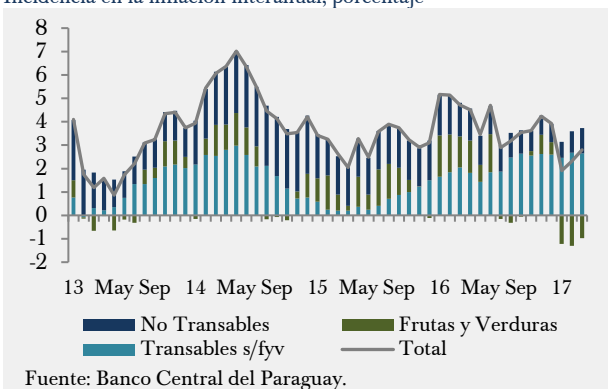
**Gráfico III.14**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



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



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



0,3% respectivamente, en tanto las registradas entre octubre y diciembre de 2016 fueron 0,3% para ambos indicadores (gráfico III.12).

El IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el primer periodo (enero-marzo) promedió una tasa interanual de 2,3%, menor al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,6% (gráfico III.11). Este comportamiento se explicó principalmente por una menor variación interanual del IPCSAE bienes que se redujo de 2,9% (cuarto trimestre) a 2,1% en el primer trimestre. Por su parte, el IPCSAE servicios registró un aumento interanual de 2,5% (2,3% en el cuarto trimestre). Esto como consecuencia de la suba de precios de alquileres, matrículas y mensualidades de nivel primario, secundario y universitario (gráfico III.13).

Los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -2,5%, menor caída a la observada entre los meses de octubre y diciembre (-5%). En tanto que los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 2,8% (4,8% en el cuarto trimestre del 2016) (gráfico III.14).

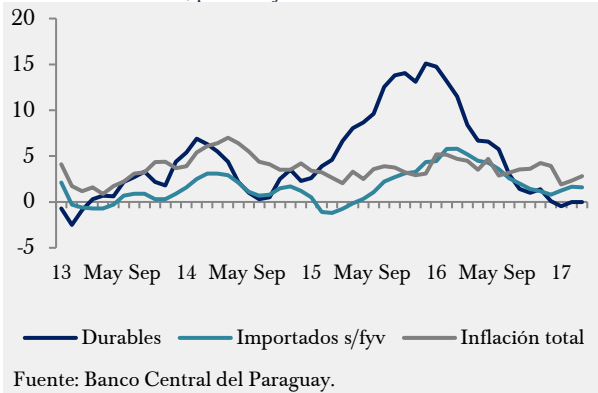
Entre los bienes no transables se destacaron los incrementos de precios en educación, alquileres, alojamiento en hoteles, servicio y reparación de la vivienda, servicio doméstico, entrada a espectáculos, gastos de salud, entre otros (gráfico III.15) (gráfico III.16).

En el trimestre enero - marzo, los precios de bienes duraderos mostraron una caída, especialmente en aquellos de origen importado, cuyo comportamiento está estrechamente relacionado con la apreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano observada en el primer trimestre del año (gráfico III.17).

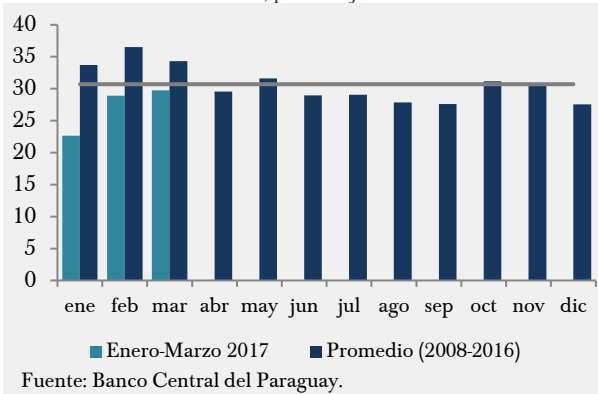
Con respecto a los bienes derivados del petróleo, durante el primer trimestre, presentaron incrementos los precios de las naftas y gas licuado de uso doméstico, como consecuencia del aumento de la cotización del petróleo durante el periodo.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4,0% anual) promedió en este periodo un 27,1%, por debajo del promedio histórico (34,8%) (gráfico III.18).

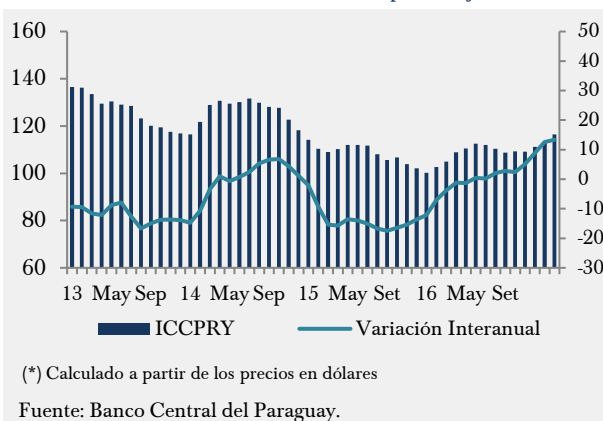
**Gráfico III.17**  
**Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras**  
Variación interanual, porcentaje



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



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



Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY), entre diciembre de 2016 y marzo de este año, la variación fue 3,1%, superior a la variación promedio observada en el cuarto trimestre (2,3%). Esta variación positiva en el trimestre se explicó principalmente por el aumento de los precios internacionales del maíz, trigo, azúcar, carne, carne de cerdo, entre otros. Por su parte, la variación interanual promedio para este periodo fue 11,7%, superior al 5,5% observado entre octubre y diciembre del año 2016 (gráfico III.19).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de marzo, se ubican en 4% para el cierre del año 2017. Asimismo, para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman una inflación anual del 4%, consistente con la nueva meta fijada por el Banco Central del Paraguay.

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

### Escenario base de proyección

La economía a nivel global presenta señales de un mayor dinamismo para el presente año y el siguiente como fuera anticipado en el IPoM anterior, no obstante, en algunas economías de la región se observan correcciones marginales a la baja en 2017 y al alza en 2018.

Las previsiones de crecimiento mundial se mantienen en 3,2% y 3,4% para los años 2017 y 2018 respectivamente como en el mes de diciembre (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones indican un mayor crecimiento en 2017 (2,2%) respecto a lo observado en 2016 (1,6%). En tal sentido, las proyecciones para el año 2017 se mantienen estables en 2,2% como así también lo previsto para el 2018 en 2,3%. Las perspectivas para la Eurozona presentan revisiones marginales al alza para 2017 y 2018 con lo que la tasa de crecimiento del PIB en ambos años sería de 1,6%.

Las estimaciones para China se mantienen en 6,5% para este año y fueron corregidas marginalmente de 6,1% a 6,2% para 2018.

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

Por su parte, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios comerciales se redujeron marginalmente de 2,0% a 1,9% para el presente año y se mantienen estables en 2,4% para el 2018.

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

	Diciembre 2016			Marzo 2017		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Mundo	2,9	3,2	3,4	3,1	3,2	3,4
EE UU	1,6	2,2	2,3	1,6	2,2	2,3
Eurozona	1,6	1,4	1,5	1,8	1,6	1,6
China	6,7	6,5	6,1	6,7	6,5	6,2
Brasil	-3,4	1,0	2,1	-3,6	0,7	2,2
Argentina	-1,9	3,1	3,1	-2,3	2,9	3,2
Socios comerciales	0,6	2,0	2,4	0,6	1,9	2,4
Socios Mercosur	-2,7	1,1	2,1	-2,9	1,1	2,3

Fuente: Bloomberg

Nota: A partir del presente informe se utilizan solo datos observados y proyecciones de Bloomberg.



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

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

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

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

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,1	4,2
Demanda Interna	1,7	2,1	5,3
Formación bruta de capital	1,2	6,5	12,0
Formación bruta de capital fijo	2,2	8,0	12,0
Consumo total	1,9	0,9	3,3
Consumo privado	1,5	1,4	3,9
Consumo público	4,3	-2,8	-1,0
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	3,0	4,0
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-0,8	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	1,7	1,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,4	17,7	18,8
FBKF (% del PIB real)	18,7	19,4	20,8

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se prevé para este año una inflación mayor (2,5%) con relación al IPoM anterior (2,4%). Para el 2018 se espera una inflación anual de 2,3%. Asimismo, en la Eurozona las proyecciones de inflación son también mayores respecto al informe anterior. Para el presente año la inflación ascendería a 1,7% (1,3% IPoM anterior) y se ubicaría en 1,4% en 2018.

En la región, se redujeron las expectativas de inflación para Brasil y Argentina. Se espera que Brasil presente una tasa de inflación de 4,3% en el 2017 (4,9% IPoM anterior) y 4,4% en el próximo año. Las estimaciones para Argentina indican que la inflación se ubicaría en 20,9% en 2017 (21,2% IPoM de diciembre). Para el 2018 se prevé un menor nivel de inflación en torno a 14,5%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 0,92% en promedio en 2017, por debajo de lo previsto en el IPoM anterior aunque superior al rendimiento de los bonos observado en 2016 (0,32% en promedio).

Con relación al contexto local, teniendo en cuenta el buen desempeño de la economía en los primeros meses del año y las expectativas favorables para el resto del año, la proyección de crecimiento para el 2017 fue revisada al alza de 3,7% a 4,2% (tabla IV.2). Esta corrección se explicó básicamente por una mejora en las estimaciones de la producción agrícola en el sector primario, de la industria y las construcciones en el sector secundario y del comercio en el terciario. Por el lado del gasto, el mayor dinamismo esperado se sustenta en un mayor crecimiento del consumo privado y de la inversión, dado que el consumo público se ajustó a la baja, fundamentalmente debido al mejoramiento de la composición del gasto público. Por otro lado, si bien las exportaciones fueron revisadas al alza, el cambio positivo fue mayor para las importaciones, por lo que la demanda externa neta tendría una incidencia negativa en el crecimiento de este año (tabla IV.3).

Con relación a los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en 3,5% para el cierre del año, mientras que la subyacente se situaría en torno a 3,7% (tabla IV.4). A partir de allí, conforme a la trayectoria prevista para las

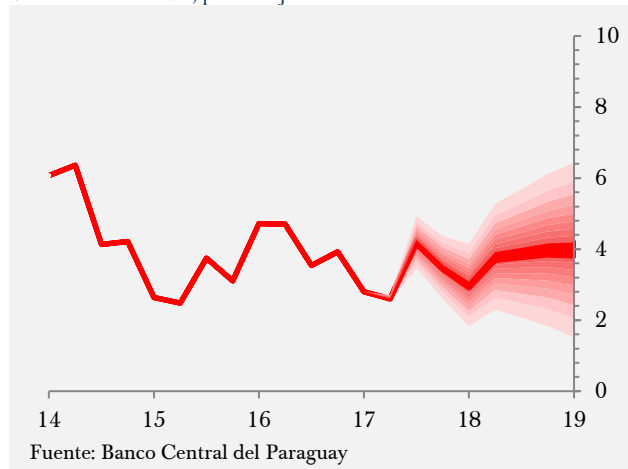
<sup>4</sup> Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

	2016	2017(f)	2018(f)	2019(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,9	4,0	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,9	3,5	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

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

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



variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existan choques exógenos, la inflación se mantendrá por debajo de la meta durante gran parte del 2018, convergiendo gradualmente a la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el primer trimestre del 2019 (gráficos IV.I).

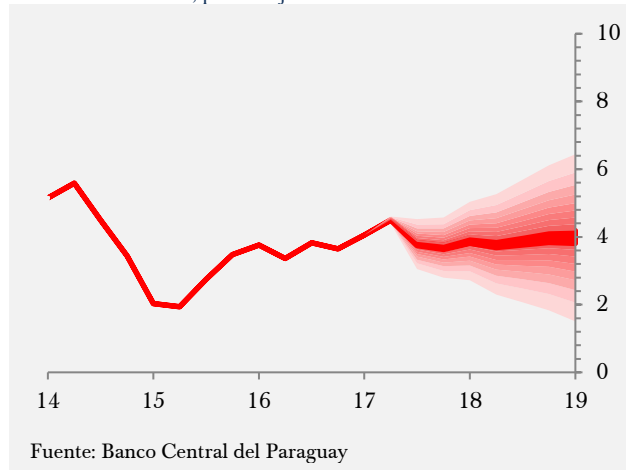
## Escenarios de Riesgo

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

En el contexto internacional, el desempeño económico previsto para la economía global es mejor que en años recientes, no obstante se mantiene un grado importante de incertidumbre respecto al resultado final de estas proyecciones. Esta incerteza proviene principalmente de los efectos a escala global que tendrían las políticas que está adoptando o que adoptaría el gobierno de Estados Unidos. En cuanto a la política fiscal, la magnitud del estímulo no está aún determinada y tampoco hay claridad sobre sus potenciales efectos sobre la demanda y las presiones inflacionarias que pudieran derivarse de ella. Con respecto a la política monetaria, hasta el momento, se prevén más ajustes de las tasas de la Fed en el transcurso del 2017, luego del aumento registrado en la reunión de marzo. Sin embargo, una política fiscal más expansiva a la esperada podría motivar incrementos adicionales de la tasa de referencia, con potenciales efectos sobre la cotización de las monedas y el costo de fondeo externo de las economías emergentes.

Asimismo, el regreso hacia tendencias proteccionistas podría incidir significativamente en el comercio internacional en el mediano y largo plazo. Algunos ejemplos recientes son el Brexit, la decisión de Estados Unidos de no ratificar el Acuerdo Transpacífico (TTP), los planes de renegociar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), la introducción de un “impuesto de ajuste fronterizo” y la imposición de aranceles a países con grandes superávits con Estados Unidos, los cuales plantean nuevos riesgos para la consolidación de la recuperación de la economía global.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

En Europa, además de la incertidumbre respecto al proceso del *Brexit*, existen otros riesgos geopolíticos significativos, teniendo en cuenta que el 2017 será un periodo electoral en varios países preponderantes de la región, en los cuales existen partidos políticos importantes con propuestas de salir de la Unión Europea o de la Eurozona.

Entre las economías emergentes, la desaceleración de la economía China ha sido menor a la anticipada inicialmente, gracias a las políticas de estímulo monetario y fiscal del gobierno, y en ese sentido, los riesgos de una mayor desaceleración en el corto plazo se han reducido. No obstante, para el mediano plazo todavía persisten riesgos importantes para el crecimiento, toda vez que la economía siga siendo sustentada en estas políticas de flexibilización de corto plazo, sin encarar las reformas necesarias como el saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas estatales. Además, las políticas comerciales proteccionistas que plantea adoptar Estados Unidos podrían generar riesgos adicionales para China. Una moderación del crecimiento más rápida a la esperada podría incidir en la demanda de *commodities* y en consecuencia sobre sus precios.

En el plano regional, las perspectivas de crecimiento en Brasil apuntan a una recuperación de la actividad económica para este año, aunque menos de lo previsto en el informe anterior. La aprobación de la reforma fiscal, las menores presiones inflacionarias y una posición de política monetaria menos restrictiva son elementos que contribuirían a sostener el crecimiento. Sin embargo, el entorno político sigue siendo complicado y probablemente dificultará la aprobación de otras reformas necesarias (principalmente en materia de seguridad social) para consolidar la recuperación. El mejor desempeño de la economía brasileña, reflejado en la evolución de algunos indicadores, seguiría contribuyendo a la consolidación de la mejora del comercio bilateral, principalmente en las zonas fronterizas, toda vez que su moneda no se desvalore significativamente frente al dólar.

Por su parte, la economía Argentina también se recuperaría a un ritmo más lento al esperado en el IPoM de diciembre. Además, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) prevé una reducción de la inflación, fijando un rango objetivo de entre 12% y 17% para el 2017, luego de

cerrar el 2016 en 41%. Sin embargo, los desafíos a corto plazo para la política monetaria siguen siendo importantes, ya que esta significativa reducción de la inflación debe lograrse en un contexto de consolidación de las cuentas fiscales y la reducción gradual de la dominancia fiscal. Este mejor manejo de las políticas macroeconómicas podría motivar una mayor entrada de divisas, contribuyendo a una apreciación del peso respecto al dólar. En la medida que esta situación se traduzca también en un fortalecimiento del peso frente al guaraní, los diferenciales de precios a favor de Paraguay podrían mantenerse, y así seguir fomentando el comercio en las ciudades fronterizas y el ingreso de turistas, que ya se viene observando en los últimos meses.

El comportamiento futuro del tipo de cambio sigue representando el factor de riesgo más relevante para la dinámica de la inflación. Hasta el momento, luego de las elecciones en Estados Unidos y de los últimos ajustes de la tasa de la Fed, el dólar ha mostrado un comportamiento volátil, observándose incluso la apreciación de la mayoría de las monedas de la región en los últimos meses. Sin embargo, las probabilidades de un fortalecimiento del dólar siguen presentes, teniendo en cuenta los ajustes al alza previstos para los *Fed funds* en el 2017 y 2018. Dado que el fortalecimiento del dólar es un fenómeno global, las monedas de los socios comerciales de Paraguay también serían afectadas y, por lo tanto, el efecto de la depreciación del guaraní sobre los precios domésticos estaría atenuado parcialmente.

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

## Recuadro I: BCP reduce meta de inflación de 4,5% a 4% anual

### Introducción

Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar el régimen de meta de inflación (MI) en el año 1990. A partir de allí, otras economías, tanto avanzadas como emergentes también han adoptado este esquema, motivadas por los buenos resultados que se observaron bajo el mencionado régimen. Además, había evidencia empírica que apoyaba la idea de que el esquema MI estaba asociado con una mejora en el desempeño económico en general. Los niveles de inflación, la volatilidad y las tasas de interés nominales se habían reducido luego de que los países adoptaron el esquema. Por su parte, la volatilidad del producto no se había visto mayormente afectada luego de la adopción de MI y el efecto traspaso del tipo de cambio se había reducido. Por otro lado, algunos autores han sugerido que estos resultados podrían haber sido más bien parte de una tendencia general observada en la década de los noventa. No obstante, otros estudios han encontrado evidencia que sustenta el hecho de que bajo MI los resultados han sido más satisfactorios<sup>5</sup>. En particular, Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007)<sup>6</sup> han hallado evidencia que sugiere que el esquema MI contribuye a lograr una inflación más baja en el largo plazo, a tener una menor respuesta de la inflación a choques del precio del petróleo y del tipo de cambio, además de fortalecer la independencia de la política monetaria, mejorar la eficiencia de la política monetaria y obtener tasas de inflación cercanas a la meta.

### Metas de inflación en Paraguay

Paraguay no ha sido la excepción en términos de los resultados contundentes logrados bajo este régimen. Desde su implementación en el 2011, los niveles de inflación y su volatilidad han disminuido. Otra evidencia encontrada en el caso de Paraguay fue el menor efecto traspaso de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación y una menor persistencia. Igualmente, se logró anclar las expectativas en torno a la meta, esto es, aunque la inflación se desvía de la meta (como sucede a menudo), los agentes económicos esperan que la misma retorne a la

meta. Con esto, se ha logrado reducir el grado de incertidumbre a largo plazo de la inflación doméstica.

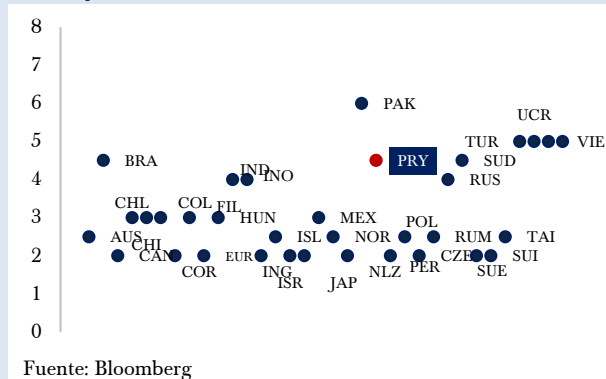
La banca matriz, en su afán de avanzar en el mejoramiento del esquema, ha impulsado varias medidas tendientes a su consolidación. En ese sentido, se ha avanzado hacia una mayor transparencia mediante la mejora en las estrategias de comunicación con los agentes económicos, a través del comunicado de política monetaria, la minuta de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) y el informe trimestral de política monetaria. Asimismo, con el propósito de mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, se han creado incentivos para facilitar el manejo de liquidez de las entidades financieras con el Banco Central del Paraguay (BCP), así como medidas que buscan un mayor desarrollo del mercado de dinero interbancario. Por último, teniendo en cuenta que las decisiones bajo el esquema de metas de inflación se sustentan en la evaluación prospectiva de la economía, se ha continuado con el desarrollo y mejora de los modelos de proyección de las principales variables macroeconómicas.

La meta fijada inicialmente por el BCP fue 5% anual con un rango de tolerancia de +/-2,5 puntos porcentuales. No obstante, a la luz de los resultados satisfactorios observados bajo MI, el BCP decidió en el año 2014 reducir el rango de tolerancia a +/- 2 puntos porcentuales y un año después decidió disminuir la meta a 4,5% anual. Sin embargo, de 50 países seleccionados con metas de inflación, 42 de ellos tenían un objetivo más bajo que Paraguay. Brasil y Sudáfrica tenían también como meta 4,5%, mientras que 6 países tenían una tasa objetivo mayor que el mencionado nivel. Con relación a los países de la región, Paraguay juntamente con Brasil tenían una de las metas de inflación más elevadas (4,5%). Por su parte, Chile, Colombia y México tenían metas de 3%, mientras que Perú 2% anual (gráfico I).

<sup>5</sup> Ver Hynoven (2004), Vega y Winkelried (2005), IMF (2005), Batini and Laxton.

<sup>6</sup> Does Inflation Targeting Make a Difference? (2007). Frederic S. Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel. NBER Working Paper No. 12876

**Gráfico I**  
**Países con meta de inflación**  
Porcentaje



Por otro lado, en los últimos tres años se ha observado un incremento de los niveles de inflación en algunos países de la región, afectados, en parte, por factores externos como el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y la caída de los precios de los *commodities*. Paraguay no estuvo ajeno a este escenario internacional más complejo, no obstante, la inflación se mantuvo en línea con la meta, e incluso se ubicó por debajo de la misma (tabla I). Adicionalmente, las expectativas de inflación se han mantenido ancladas a la meta.

**Tabla I.**  
**Países de la región con meta de inflación**  
Porcentaje

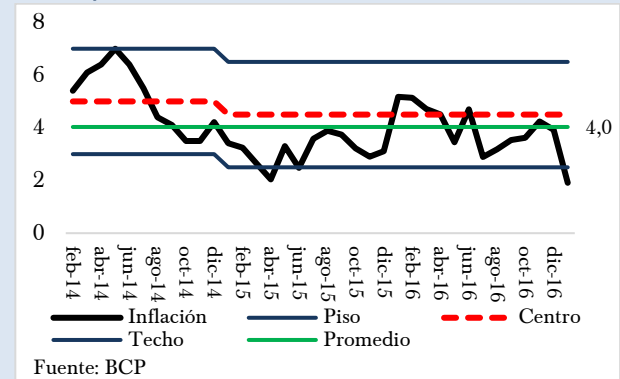
Países	Meta	Rango	Inflación*
Paraguay	4,5	+/-2	4,0
Brasil	4,5	+/-2	7,8
Guatemala	4,0	-	3,4
Chile	3,0	+/-1	3,9
Colombia	3,0	+/-1	5,4
Perú	2,0	+/-1	3,6

\*Inflación promedio de los últimos tres años.  
Fuente: BCP y FMI

En dicho periodo, la inflación promedio de Paraguay fue del 4% interanual (gráfico II). Además, teniendo en cuenta el promedio móvil de la inflación de 18 y 24 meses, periodo considerado como el relevante para las

decisiones de política monetaria (horizonte), entre el 65% y 70% de las veces la inflación se ubicó por debajo del 4% interanual.

**Gráfico II**  
**Inflación interanual**  
Porcentaje



Por tanto, y teniendo en cuenta la evolución de la inflación en los últimos años, el entorno macroeconómico (actual y previsto) y el comportamiento de las expectativas de inflación de los agentes económicos, el Directorio del BCP consideró necesario avanzar hacia un objetivo numérico más exigente, en este caso fijando la meta en 4% anual, aunque manteniendo el rango de tolerancia en +/-2 puntos porcentuales. Este nuevo paso implicó un mayor compromiso con la estabilidad de precios, además de significar un importante desafío para el BCP de ir convergiendo hacia los niveles inflacionarios observados en los países considerados más modernos y responsables de la región y del mundo.

Finalmente, el Directorio del BCP reafirma su compromiso con el manejo adecuado de la política monetaria para cumplir con la nueva meta establecida. La previsibilidad nominal es un pilar fundamental para que los planes de inversión de mediano y largo plazo se concreten y con ello, se generen mayores niveles de empleo, producción e ingreso.

## Recuadro II: Normalización de la política monetaria en Estados Unidos

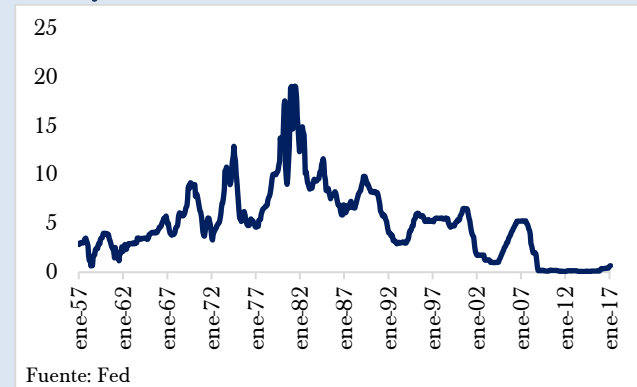
### Antecedentes

Tras la crisis financiera internacional del 2008, la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos se redujo a niveles históricamente bajos (gráfico I). Además de ello, la Fed hizo uso de herramientas no convencionales (*Quantitative easing*) para relajar aún más las condiciones monetarias cuando se enfrentó al límite inferior de cero (*Zero Lower Bound*). Indudablemente, las medidas que adopta la economía de Estados Unidos no son inocuas para las otras economías avanzadas, y en particular, para las economías emergentes, tanto por sus efectos sobre las condiciones financieras internacionales, los flujos de capitales y el tipo de cambio, entre otros puntos, que finalmente podrían incidir sobre las decisiones de política monetaria de los países afectados.

Luego de finalizar el periodo de flexibilización cuantitativa, la Fed había decidido incrementar la tasa de política monetaria en diciembre de 2015 y con expectativas de sucesivas alzas en el 2016, que fueron postergándose en el transcurso de ese año debido a cierta incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica americana. Finalmente, la reanudación del proceso de subas se dio en diciembre de 2016 y continuó recientemente en marzo y se prevé otros incrementos durante el 2017. A pesar de la incertidumbre que genera las políticas del nuevo gobierno estadounidense, aparentemente los planes de una política fiscal más expansiva, la solidez del mercado laboral y la inflación al alza podrían motivar ajustes más pronunciados de la tasa de la Fed. En este contexto, el objetivo de este apartado es evaluar el impacto probable sobre las economías emergentes y, en particular, sobre Paraguay.

### Gráfico I

Tasa efectiva de Fondos Federales  
Porcentaje



Fuente: Fed

### Política monetaria y tasa Fed

La interrelación de los mercados financieros internacionales podría obligar en cierta medida a las autoridades monetarias de las economías emergentes a “responder” a los cambios de política monetaria de la Reserva Federal. Esto es particularmente importante en aquellas economías en las cuales se quiere evitar entradas o salidas bruscas de capitales y, en consecuencia, grandes fluctuaciones del tipo de cambio (*fear of floating*).

Una manera de detectar empíricamente este grado de transmisión de la política monetaria de la Fed es evaluando en qué medida las tasas de referencia de las economías emergentes han reaccionado más allá de lo que las condiciones domésticas sugerían en cada momento del tiempo. Con este objetivo, Takáts y Vela (2014)<sup>7</sup> estimaron una regla de Taylor, considerando, además de las variables internas (inflación y brecha del producto), la tasa de política monetaria de la Fed:

$$r_{t,EME} = c + \alpha\pi_{t,EME} + \beta y_{t,EME} + \gamma r_{t,USA}$$

Donde  $r_{t,EME}$ ,  $\pi_{t,EME}$  y  $y_{t,EME}$  se refieren a la tasa de política monetaria, inflación y brecha del producto de la economía emergente en cuestión, mientras que  $r_{t,USA}$  se

<sup>7</sup> International monetary policy transmission (2014). Eloöd Takáts y Abraham Vela. Bank for International Settlements.

refiere a una “tasa sombra” de la Fed<sup>8</sup>. A partir de los resultados encontrados (tabla I), los autores concluyeron que la política monetaria de Estados Unidos tiene un significativo impacto sobre la fijación de las tasas de política monetaria en las economías emergentes, aunque con algunas excepciones.

**Tabla I**  
Respuesta estimada de la PM de las economías emergentes a la tasa Fed ( $\gamma$ ).

	Tasa Fed	Tasa sombra
	T1 2000 - T3 2013	
Brasil	1.08***	0.66***
Chile	0.03	0.02
China	0.07***	0.04**
Colombia	0.36***	0.16**
Rep. Checa	0.48***	0.39***
Hungría	0.07	0.30***
India	0.38***	0.24***
Indonesia	0.5***	0.48***
Israel	0.95***	0.41***
Corea	0.32***	0.19***
Malasia	0.02	0.01
México	0.78***	0.26***
Perú	0.51***	0.19***
Filipinas	0.89***	0.44***
Polonia	0.75***	0.50***
Rusia	0.53**	-0.14
Singapur	0.49***	0.14***
Sudáfrica	0.73***	0.59***
Tailandia	0.16***	0.05
Turquía	3.33***	1.52***

\*\*\* Significativo al 1%, \*\* significativo al 5%, \* significativo al 10%.

Fuente: Takáts y Vela (2014)

Dado que en el trabajo no se incluye a Paraguay en la muestra, se estimó por separado una ecuación de Taylor similar para el mismo. En las distintas especificaciones testeadas, el coeficiente asociado a la tasa Fed no resultó estadísticamente significativo. Este resultado es bastante

<sup>8</sup> Luego de que la tasa Fed alcanzó el límite inferior (*Zero Lower Bound*), las medidas de flexibilización cuantitativa implicaban una posición de política monetaria más laxa a la que la tasa nominal podía reflejar en ese momento. Con el objetivo de salvar esa situación, Lombardi y Zhu (2014) estimaron una “tasa sombra” a partir de otras variables relacionadas como los cambios en los premios por plazo en varios vencimientos y compras de activos por la Fed. Obviamente, esta tasa puede asumir valores negativos.

razonable, teniendo en cuenta que el nivel de integración financiera de Paraguay es relativamente bajo en relación a otros países de la región. Además, es consistente con algunos estudios realizados previamente sobre los efectos de las tasas internacionales sobre la economía paraguaya<sup>9</sup>.

Por su parte, Caceres, Carrière-Swallow y Gruss (2015)<sup>10</sup> analizaron el grado de autonomía de las políticas monetarias en América Latina. Entre otros puntos encontraron que la correlación de las tasas de interés internas con la tasa Fed es más alta para aquellas economías con mayor integración financiera de la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), en promedio 0,7 para estos países. Para otros como Costa Rica, Honduras y Paraguay, la correlación es mucho más baja. Además, encontraron que un alza de 100 puntos básicos de la tasa Fed determina un aumento de 95 y 80 puntos básicos en las tasas de corto plazo de México y Perú, mientras que para Argentina, Bolivia, Chile, Costa Rica y Uruguay estaría entre 20 y 40 puntos básicos. No obstante, una parte importante del comovimiento se debería simplemente a la sincronía de los ciclos económicos y por ello no debe interpretarse necesariamente como una falta de autonomía monetaria. Una vez controlado por estos efectos, México y Perú son los países que siguen mostrando respuestas importantes a la tasa Fed, 70 y 50 puntos básicos, respectivamente. Para los demás países de la región, el efecto es más pequeño y estadísticamente no significativo.

Estos resultados sugieren que en cuanto a Paraguay, los futuros ajustes de la tasa de la Fed no deben ejercer una presión importante sobre la autoridad monetaria local para avanzar en la misma dirección, sino que más bien las decisiones seguirán dependiendo en gran medida de las condiciones internas (inflación y brecha del producto).

### Efectos indirectos

Si bien el efecto directo puede ser mínimo, otros canales indirectos podrían incidir, en parte, en las decisiones de política monetaria, toda vez que se traduzcan en un riesgo

<sup>9</sup> Ver Recuadro I del IPoM de diciembre 2015 “Impacto de las condiciones externas sobre la economía paraguaya”.

<sup>10</sup> Subir o no subir la tasa: ¿Puede elegir América Latina? Evaluando la autonomía de la política monetaria (2015). Carlos Caceres, Yan Carrière-Swallow y Bertrand Gruss. Perspectivas económicas Las Américas. Fondo Monetario Internacional.



para la estabilidad de precios, como por ejemplo un potencial desanclaje de las expectativas de inflación.

Los ajustes previstos de la tasa Fed en el 2017 podrían impulsar el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales. La moneda americana había comenzado a apreciarse desde inicios de octubre de 2016, en línea con las mayores expectativas de suba de la tasa de la Fed, intensificándose luego de las elecciones presidenciales. No obstante, hay que reconocer que esta apreciación del dólar puede estar impulsada principalmente por el debilitamiento del Euro, donde el Banco Central Europeo (BCE) decidió continuar con la compra de activos hasta al menos diciembre de este año. De hecho, en la región, las monedas no se habían debilitado sostenidamente, sino que incluso comenzaron a apreciarse entre diciembre de 2016 y mediados de febrero de 2017, periodo a partir del cual se verificó nuevamente una depreciación de las mismas. La incertidumbre en torno a los efectos de las medidas del nuevo gobierno estadounidense puede ser una de las probables explicaciones de esta evolución reciente del tipo de cambio. En la medida que esta incertidumbre se reduzca, la política fiscal adopte una posición más expansiva, como se prevé, y el mercado laboral continúe consolidándose, el proceso de normalización monetaria podría volverse menos gradual y, por tanto, podría constituirse en algún momento un factor de presión sobre el tipo de cambio.

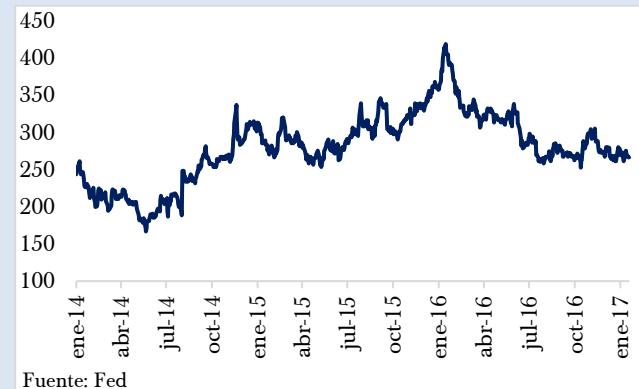
A diferencia de los otros países de la región que están más integrados financieramente, en el caso de Paraguay las potenciales presiones sobre el tipo de cambio vendrían por un efecto sobre las expectativas de los agentes económicos y no necesariamente por una salida de capitales. Además, en el caso de Paraguay, el flujo de divisas ligado al comercio exterior sigue siendo relativamente importante en las fluctuaciones del tipo de cambio. En ese sentido, las buenas expectativas para las exportaciones podrían contribuir a atenuar dichas presiones sobre la moneda local en el presente año.

Por otro lado, esta expectativa de mayores tasas en el futuro en Estados Unidos se ha reflejado en sus tasas de largo plazo, principalmente luego de las elecciones presidenciales, lo cual a su vez se ha traspasado a los rendimientos de los bonos de los países de la región, entre

ellos a los de Paraguay. Así, luego de las elecciones de noviembre de 2016, el EMBI global de Paraguay se incrementó cerca de 50 puntos básicos en un periodo de treinta días aproximadamente, no obstante, esta fue reduciéndose nuevamente hacia niveles similares a los observados previamente, cerca de los 270 puntos básicos (gráfico II). En síntesis, el efecto sobre el costo de fondeo internacional se debería más bien al incremento de la tasa de referencia (Títulos de deuda de Estados Unidos).

**Gráfico II**  
**EMBI global Paraguay**

Puntos básicos



Fuente: Fed

### Consideraciones finales

Paraguay, por su aún nivel relativamente bajo de integración financiera, tiene mayores posibilidades de manejar su política monetaria principalmente en función a la dinámica de las variables internas. Esto implica, que los movimientos de la tasa de interés de referencia en el futuro seguirán siendo explicados fundamentalmente por la evolución de la inflación y de la actividad económica. Aun así, no puede desconocerse el impacto indirecto que podría registrarse, ante la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, sobre el tipo de cambio, el cual a su vez podría incidir sobre las expectativas inflacionarias y sobre los precios de los bienes locales. Asimismo, el incremento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos incidiría en el costo de fondeo externo, por representar la tasa base de referencia para las emisiones de los mercados emergentes.

## Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Informe de Política Monetaria**  
Marzo 2017



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay