



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO
2018



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

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

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	11
I. Entorno Internacional y Regional	15
II. Mercados Financieros	22
III. Escenario Doméstico	26
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	34
Recuadro I	39
Posibles implicancias de las recientes medidas proteccionistas de Estados Unidos y China	
Recuadro II	43
Perspectivas del escenario externo relevante para Paraguay	
Glosario	46

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 13 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 oficialmente desde mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

Objetivo

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

Meta de inflación

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

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Resumen Ejecutivo

Desde el último IPoM, la economía mundial ha seguido creciendo con firmeza, impulsada por el buen desempeño de los países avanzados, así como el de los emergentes. Las expectativas de crecimiento global han mejorado para los años 2018 y 2019, debido principalmente al mejor desempeño previsto para las economías avanzadas, específicamente para Estados Unidos y la Eurozona. En este contexto, ha continuado el proceso de endurecimiento monetario, principalmente de la Reserva Federal, cuya velocidad para los próximos meses estará en función de las condiciones inflacionarias. En China, los primeros datos se han ubicado por encima de lo esperado, posibilitando una leve corrección al alza en la estimación de crecimiento para el 2018, aunque sigue ubicándose por debajo de la expansión verificada en el 2017. En la región, Brasil y Argentina continúan presentando signos de mejora, si bien persiste la necesidad de algunos ajustes en ambas economías para consolidar la recuperación. Uno de los principales riesgos para las perspectivas de mediano plazo de la economía global está relacionado con el potencial impacto de la disputa comercial entre Estados Unidos y China.

En Estados Unidos, la situación de la economía ha seguido mejorando en los últimos meses. En el cuarto trimestre, el PIB creció a una tasa anualizada de 2,9%, explicado por las contribuciones positivas del gasto en consumo personal, las exportaciones y los gastos gubernamentales. En los primeros meses del 2018, los indicadores de corto plazo siguen evolucionando favorablemente, como así también aquellos relacionados al mercado laboral. Por otra parte, la reforma fiscal aprobada recientemente podría generar un impulso adicional en el corto plazo. Con estas consideraciones, las perspectivas de crecimiento para el 2018 y 2019 se han ajustado al alza con respecto a las presentadas en el informe anterior. La inflación, por su parte, ha mostrado algunos signos de repunte en meses recientes. En este escenario, la Reserva Federal siguió con el proceso de normalización monetaria en el mes de marzo con un nuevo aumento del rango de tasas de interés, al tiempo que se prevén más incrementos en el resto del año, cuyo ritmo dependerá en gran medida de la evolución observada y esperada de la inflación.

En la Eurozona, la actividad económica y el mercado laboral han seguido evolucionando favorablemente. El PIB del cuarto trimestre del 2017 creció 2,7%, similar a lo observado en el trimestre previo, pero muy superior a las tasas que se habían registrado en los últimos años. Por su parte, el indicador manufacturero (PMI) ha mostrado un menor dinamismo durante los primeros meses del 2018, si bien permanece en zona de expansión. En el mercado laboral, la tasa de desempleo continuó mejorando, ubicándose en 8,5% en febrero, la menor tasa alcanzada desde el 2008. Dado esto, las estimaciones de crecimiento han sido corregidas al alza, tanto para este como para el próximo año. Con respecto a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE), si bien ha mantenido sin cambios los tipos de interés de referencia, las compras de activos se han reducido de 60 mil a 30 mil millones desde enero, nivel que se mantendría hasta al menos setiembre de 2018.

En cuanto a China, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre del 2017 (6,8%) fue levemente superior a las expectativas del mercado (6,7%) y se explicó principalmente por el buen dinamismo de la industria y las exportaciones, así como por el buen desempeño del mercado inmobiliario. Por otra parte, los efectos de las medidas más restrictivas que adoptó el gobierno para hacer frente al riesgo crediticio comenzaron a reflejarse en los indicadores de actividad de corto plazo, como es el caso del PMI manufacturero, que si bien se mantiene en zona de expansión ha mostrado una trayectoria descendente en los últimos meses. El escenario de moderación para este año se encuentra dentro de lo previsto, sin embargo, sería menos intensa a la anticipada, teniendo en cuenta la evolución reciente de algunos indicadores, sobretudo del comercio exterior, que no se debilitaron como se había adelantado. En este contexto, las estimaciones de crecimiento para el 2018 se han corregido ligeramente al alza, de 6,4% a 6,5% en este informe.

En la región, Brasil continúa consolidando gradualmente su recuperación económica. En el cuarto trimestre, la variación interanual del PIB fue 2,1% (1,4% en el trimestre previo) explicada principalmente por la expansión del consumo y de la inversión. Con este resultado, el crecimiento del 2017 se ubicó en 1%, por encima de lo previsto inicialmente. Asimismo, los indicadores adelantados han seguido afianzándose en los primeros meses de este año, entre estos el PMI, que se ha mantenido en la zona de expansión y ha presentado un repunte en relación al informe anterior. Por otro lado, la inflación permanece baja, contexto en el cual el Copom decidió nuevamente reducir la tasa de referencia a 6,5% en marzo y con expectativas de una disminución adicional en la siguiente reunión. En este escenario, las proyecciones de crecimiento para el 2018 y 2019 se han revisado al alza con relación al IPoM de diciembre. Actualmente, el riesgo más relevante para las perspectivas se deriva del ámbito político.

En Argentina, también continúa observándose una mejora en las condiciones económicas, si bien la inflación permanece elevada. En el cuarto trimestre, el PIB verificó una expansión de 3,9%, impulsada fundamentalmente por la demanda interna (consumo e inversión). Estos buenos resultados han seguido durante el 2018, lo que se ha reflejado en la trayectoria de los indicadores de corto plazo, tanto del sector industrial como de la economía en su conjunto. A pesar de esto, las cifras de crecimiento se corrigieron a la baja, fundamentalmente debido a la sequía que afecta al sector agrícola. Respecto a los precios, la inflación interanual ha vuelto a aumentar desde el último informe, principalmente por la depreciación del peso respecto al dólar y por el ajuste de algunos precios regulados.

En cuanto al escenario doméstico, la actividad económica ha continuado con un buen dinamismo. En el cuarto trimestre de 2017, la variación interanual del PIB fue 4,5% (3,1% en el trimestre anterior), explicado principalmente por el buen desempeño de los servicios, la manufactura y la agricultura. Por el enfoque del gasto, la demanda interna (consumo e inversión) fue el principal factor de crecimiento, dado que las exportaciones netas no tuvieron incidencia alguna. Con este resultado, la tasa de variación acumulada para el año 2017 se situó en 4,2%, en línea con las estimaciones. Por su parte, durante los primeros meses del 2018, los indicadores de corto plazo siguen mostrando un buen desempeño de la actividad económica, como así también de la demanda interna, en particular aquellos relacionados al consumo y a la inversión en maquinarias.

Con relación a la evolución de los precios, en el primer trimestre la inflación interanual promedió 4,3%, inferior al 4,7% verificado en el cuarto trimestre del 2017. Este resultado se explicó principalmente por el menor incremento interanual de los precios de algunos alimentos, especialmente de aquellos rubros que tienen una volatilidad importante en sus precios. Por su parte, la inflación subyacente y la subyacente X1 promediaron tasas interanuales de 4,1% y 4% en el primer trimestre, por encima a las registradas en el último trimestre del 2017 (3,7% y 4%, respectivamente). Este comportamiento se debe, en parte, al aumento de los precios de los otros alimentos, de los servicios y algunos bienes administrados (gasol y pasaje urbano). Por otro lado, la inflación núcleo se mantuvo en 2,9%, similar a la observada en el trimestre anterior.

En las reuniones de política monetaria del primer trimestre, el Comité siguió remarcando el buen desempeño de la actividad económica en los países avanzados, como así también la evolución favorable de las principales economías de la región. Asimismo, se señaló el incremento de la volatilidad en los mercados financieros en febrero, pero que posteriormente se ha ido mitigando. Con relación al escenario doméstico, el Comité señaló que, si bien los ajustes de algunos precios administrados tendrían una incidencia en el corto plazo, las proyecciones no mostraban un impacto significativo sobre las medidas de tendencia ni desvíos importantes en el mediano plazo de la inflación total respecto a la meta. De hecho, los indicadores subyacentes mostraban una trayectoria a la baja. En cuanto a la actividad económica, el crecimiento observado en los primeros meses del 2018 se mantuvo acorde a lo previsto en las estimaciones. Bajo este escenario, el CEOMA consideró apropiado, en las reuniones de enero, febrero y marzo, mantener invariable la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

En el escenario base, la proyección del PIB para el 2018 se mantiene en 4,5%, aunque se ha realizado una recomposición intrasectorial, teniendo en cuenta la evolución reciente y prevista de los distintos sectores económicos. Por el lado de la

oferta, las correcciones a la baja más importantes se han registrado en ganadería y construcción, mientras que las estimaciones de expansión de comercio, manufactura y agricultura han sido ajustadas mínimamente. Estas disminuciones fueron compensadas por una previsión más alta para el crecimiento del sector terciario (gobierno general, comunicaciones y otros servicios) y del sector de electricidad y agua. Por el lado del gasto, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento del consumo de gobierno, en tanto que la de la inversión se ha corregido a la baja. Tras estos cambios, la expansión del 4,5% del PIB seguirá siendo explicada en gran medida por los sectores terciario y secundario (oferta) y la demanda interna (gasto).

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,0	4,3	4,5
Demanda Interna	2,3	6,1	5,0
Formación bruta de capital	6,4	11,5	5,1
Formación bruta de capital fijo	7,9	11,5	4,8
Consumo total	1,2	4,6	5,0
Consumo privado	1,7	5,0	4,8
Consumo público	-2,8	1,5	6,3
Exportaciones de bienes y servicios	2,7	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-0,7	10,5	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,5	-1,3	-1,6
FBKF (% del PIB nominal)	17,7	19,0	19,4
FBKF (% del PIB real)	19,4	20,7	20,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación a la inflación proyectada, en el escenario base se prevé una tasa de 3,7% para fines del 2018, levemente por debajo de lo pronosticado en el anterior IPoM (3,9%). Este cambio se ha debido principalmente a que la inflación observada del primer trimestre se ubicó por debajo de lo previsto, explicado en parte por la reversión de los precios de algunos productos alimenticios (frutihortícolas) que se habían incrementado significativamente hacia finales del año pasado. Adicionalmente, el tipo de cambio se ubicó por debajo de lo esperado para el primer trimestre. Esto último también ha contribuido a la disminución en la proyección de la inflación subyacente, la cual se ha reducido de 3,9% a 3,8%. Posteriormente, a partir del 2019, la inflación se mantendrá cercana al 4% hasta el horizonte de política monetaria (primer trimestre del 2020), trayectoria condicional a la evolución más probable de las variables macroeconómicas internas y externas relevantes para los precios domésticos.

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

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

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

En cuanto a los escenarios de riesgos, en el contexto internacional, la actividad económica global ha seguido evolucionando con ímpetu desde el último informe, y se espera que el impulso fiscal de Estados Unidos contribuya aún más a la demanda mundial en el corto plazo. En este contexto, la Reserva Federal decidió incrementar nuevamente el rango referencial de tasas de interés, que hasta el momento no ha tenido un impacto notorio en el valor del dólar en los mercados internacionales, como así también en la región. Sin embargo, los riesgos a la baja para las perspectivas de la economía global se han intensificado recientemente, con el anuncio de aranceles por parte de Estados Unidos a los productos de China y viceversa. A priori, los efectos negativos que podrían derivarse de esta disputa comercial serían relativamente limitados para Paraguay, toda vez que esta situación no se profundice y/o se amplifique a una escala global.

En la Eurozona, la actividad económica y el mercado laboral han mantenido un comportamiento sólido en los últimos meses. Algunos riesgos derivados del ámbito político han emergido tras las elecciones en Italia, por su potencial efecto sobre el proceso de integración del bloque. Adicionalmente, persiste la incertidumbre en torno a las futuras relaciones comerciales luego del *Brexit*.

En China, si bien la economía mantuvo una expansión robusta en los primeros meses, se prevé una moderación en el transcurso del año, en parte, explicada por la orientación más prudente de la política monetaria, como así también por las medidas tendientes a reducir los riesgos derivados del elevado apalancamiento financiero. Adicionalmente, la amenaza de una guerra comercial con Estados Unidos representa también un riesgo a la baja para la economía China. En el corto plazo, los efectos de esta disputa comercial sobre los precios de los *commodities* (relevantes para Paraguay) son difíciles de anticipar con precisión, mientras que en el largo plazo, una desaceleración más acentuada de una economía tan grande como China podría tener implicancias desfavorables sobre estos precios. No obstante, en los últimos días la incertidumbre respecto a una “guerra comercial” se ha atenuado.

En la región, Brasil ha seguido mostrando señales de recuperación, aunque los últimos datos observados del 2018 se han situado por debajo de lo previsto. El entorno político (en un año electoral) es actualmente una fuente de incertidumbre respecto a la concreción de la agenda de reformas propuesta por el gobierno, principalmente las de orden fiscal. En este contexto, el real brasileño se ha debilitado con respecto al dólar. A pesar de esto, las perspectivas continúan siendo relativamente favorables, lo cual puede seguir beneficiando al comercio fronterizo de Paraguay, aunque debe señalarse que la depreciación del real podría atenuar, en parte, ese efecto positivo.

En cuanto a Argentina, los signos de mejora de su economía han continuado observándose en los primeros meses del 2018, donde la revisión a la baja en sus proyecciones se ha debido a un factor exógeno puntual (sequía). Sin embargo, la reducción de la inflación permanece como un desafío importante para el gobierno. La variación de precios ha repuntado recientemente, explicada en gran medida por el aumento de algunos precios regulados y la depreciación del peso. Se prevé

una moderación en los próximos meses, aunque al cierre del año se ubicaría nuevamente por encima del objetivo propuesto, que incluso fue ajustado al alza para el 2018. En cuanto a eventuales efectos sobre Paraguay, la inflación elevada podría seguir estimulando el flujo de argentinos que realizan compras en las ciudades fronterizas (en Paraguay), aunque la reciente depreciación del peso puede aminorar el impacto sobre el diferencial de precios.

En el plano local, el principal factor de riesgo que se ha venido señalando guarda relación con la evolución futura del tipo de cambio. Hasta el momento, el dólar no ha mostrado una tendencia clara en los mercados internacionales, tras los últimos ajustes de tasas de interés de la Reserva Federal. Por el contrario, el guaraní incluso se ha apreciado recientemente respecto al dólar. Más adelante, tampoco se avizora un fortalecimiento importante de la moneda estadounidense, lo cual puede ser el reflejo de la mayor incertidumbre, tanto con respecto a los efectos de la disputa comercial, como así también por las preocupaciones en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas de Estados Unidos, entre otros factores.

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

Decisiones de Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de diciembre 2017.

En el informe de diciembre, se resaltaba la buena dinámica que la economía global había venido mostrando en los últimos meses, promovida principalmente por el buen desempeño tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes. En los Estados Unidos, las estimaciones de crecimiento económico habían mejorado para los próximos años al igual que en la Eurozona. En China, sin embargo, se había observado una moderación en la actividad económica en los últimos meses. Los datos registrados en la región daban cuenta de un mejor desempeño de los principales países vecinos, lo que indujo a expectativas más favorables para los socios del Mercosur.

El escenario económico en los Estados Unidos había seguido mostrando señales de mejora en la segunda parte del año con un crecimiento del PIB en el tercer trimestre que había superado las expectativas del mercado y de registros previos y los indicadores adelantados daban muestra de un dinamismo similar hacia adelante. Con relación a la política monetaria, la FED había incrementado las tasas de interés en diciembre y se esperaban más ajustes durante el 2018. Igualmente, se había dado inicio al programa de normalización de hoja de balance en octubre.

Los indicadores de actividad y del sector manufacturero en la Eurozona, seguían dando señales de un desempeño favorable con un crecimiento del PIB en el tercer trimestre superior al trimestre previo y el PMI se mantenía en zona de expansión. El mercado laboral se mantenía robusto, al tiempo que el BCE había dejado sin cambios las tasas de interés de referencia y había anunciado disminuir el monto de las compras de activos a partir de enero 2018.

En China, se registró un menor ritmo de expansión en el tercer trimestre respecto del trimestre anterior. Al respecto, la política del gobierno por reducir la exposición a riesgos había impactado, en cierta medida, en el desempeño de algunos indicadores de corto plazo. En el

sector manufacturero, el PMI se redujo marginalmente en octubre, aunque permanecía en zona de expansión.

En el ámbito regional, los indicadores económicos de Brasil empezaban a mostrar señales de recuperación más robusta, ya que los registros de crecimiento del PIB arrojaron valores positivos luego de varios trimestres de caídas. Con relación a los precios, los niveles de inflación venían mostrando una trayectoria a la baja desde hacía unos meses, lo que había permitido al BCB continuar con una política monetaria más expansiva, dando continuidad así a su plan de estabilización de la economía de Brasil. Sin embargo, en diciembre se hacía mención de que la incertidumbre política podría representar una señal de riesgo.

En Argentina, la actividad económica continuaba recuperándose y con perspectivas de que permanecería por esta buena senda expansiva, lo que había contribuido a una leve mejora en las estimaciones de crecimiento con relación a lo previsto anteriormente. La inflación, por su parte, había retomado la senda descendente que venía mostrando desde finales de 2016 en términos interanuales, luego de haber aumentado levemente en los meses de agosto y setiembre.

En el plano local, la actividad económica había mostrado un mayor dinamismo en el tercer trimestre con relación al segundo, debido principalmente al buen desempeño de los servicios y la industria manufacturera y, en menor medida, por la ganadería y las construcciones, desde la perspectiva de la oferta. Por el lado del gasto, la mayor expansión de la demanda interna (consumo e inversión) fue nuevamente la principal fuente que contribuyó al crecimiento. Conforme a la evolución de los indicadores de corto plazo, para el cuarto trimestre, se esperaba que la actividad económica registrara una expansión más elevada, al tiempo que los indicadores de consumo e inversión (en maquinarias) continuaban con un buen impulso observado durante el año. Respecto de los precios internos, la inflación total se había incrementado en el cuarto trimestre, debido en gran medida a la suba de precios de productos puntuales del rubro alimenticio, particularmente de aquellos rubros volátiles de la canasta. En línea con lo señalado en informes previos, la

concentración de la inflación se refleja en que las medidas de tendencia continúan con una trayectoria descendente.

En cuanto a las decisiones de política monetaria, en las reuniones del último trimestre del 2017, el Comité resaltaba que persistía la buena dinámica de las economías avanzadas más importantes, como así también de los principales países de la región, con niveles de incertidumbre relativamente bajos. En el ámbito doméstico, el CEOMA destacó que las medidas subyacentes de inflación se mantenían consistentes con la convergencia de la inflación total a la meta en el horizonte de proyección. Con relación a la actividad económica se hacía mención de que la evolución de los indicadores se ubicaba en torno a los pronósticos de crecimiento para el 2017. Bajo este escenario de menores presiones inflacionarias y de actividad económica en línea con lo previsto, el Comité consideró apropiado mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

El escenario base de proyección del PIB para el 2017 tuvo un leve ajuste al alza de 4,2% a 4,3%, fundamentado principalmente por el buen desempeño de algunos sectores como los servicios (comercio) y la industria manufacturera por el lado de la oferta, al tiempo que, por el lado del gasto, la demanda interna (consumo e inversión) fue el principal factor de crecimiento. Además, se había presentado la proyección inicial para el 2018 con un crecimiento del producto de 4,5%, en la que la expansión del sector terciario (comercio y otros servicios) y secundario (manufactura, construcciones y electricidad) continuarían como los principales determinantes de dicho crecimiento. Aunque en menor medida, el sector primario tendría una incidencia positiva, impulsada por la ganadería y la agricultura, en ese orden. Por el lado de la demanda, la continuidad de la buena dinámica del consumo privado y de la inversión serían importantes, mientras que la demanda externa tendría una contribución relativamente baja.

El escenario base de proyección de la inflación para el cierre del 2017 fue 4,2%, por encima del 3,8% publicado en el IPoM anterior. Este incremento se explicaba, en gran medida, por el aumento de precios de algunos bienes del rubro alimenticio, principalmente de los productos volátiles, que habían incrementado la inflación del último trimestre por encima de la pronosticada previamente.

Para el 2018, la inflación se estimó en torno a la meta (3,9%). La proyección de la inflación subyacente para diciembre de 2017 pasó de 3,4% a 3,5%, debido en parte al aumento del precio de la carne vacuna, que había implicado un aumento de la medida subyacente, superior a la que fuera estimada en el informe anterior para el cuarto trimestre. Hacia adelante, la inflación convergería gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria, en ese caso, el cuarto trimestre del 2019.

Como escenarios de riesgos, en el contexto internacional se mencionaba que las mejores proyecciones de crecimiento de los países avanzados podrían implicar un proceso de normalización gradual de la inflación. En Estados Unidos, luego del incremento de las tasas de interés en diciembre, se esperaban tres aumentos adicionales durante el 2018, de acuerdo a las expectativas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) y, además, el Congreso había aprobado una reducción de impuestos. En la medida que esta medida fiscal afecte el crecimiento y la inflación en una magnitud mayor a la esperada, podría surgir alguna incertidumbre acerca del ritmo de ajuste del aumento de tasas, lo cual podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros, depreciar las monedas y aumentar el costo del fondeo externo de las economías emergentes. En la zona euro, las condiciones económicas favorables y la moderación de las tensiones políticas habían permitido al bloque realizar una propuesta de unión fiscal que incluiría un superministro de finanzas, un presupuesto específico para la eurozona y la transformación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en un Fondo Monetario Europeo (FME). Las negociaciones del *Brexit* seguían siendo una fuente de incertidumbre en la Eurozona. En las economías emergentes, una desaceleración brusca de la economía China en el mediano plazo podría darse si no se adoptan las reformas con relación a la deuda corporativa y la reestructuración de la deuda pública. Al respecto, se resaltaba que el mayor dinamismo de la economía global contribuiría a limitar los riesgos a la baja para los precios de los *commodities*.

En la región, un mayor crecimiento económico de Brasil para el 2018 dependería en parte, del éxito en la implementación de las reformas del gobierno. El riesgo

provenía del ambiente político, lo cual podría afectar el avance de estas propuestas. Sin embargo, a medida que la economía brasileña vaya consolidándose, el comercio bilateral (principalmente de frontera) podría seguir mejorando.

Igualmente, Argentina venía mostrando señales de recuperación, pese a que la inflación permanecía elevada y se hacía necesario un ajuste fiscal. Al respecto, el gobierno argentino había enviado una serie de reformas al Congreso en búsqueda de una mayor competitividad del sector privado, a fin de lograr la consolidación fiscal.

En lo interno, la expectativa de evolución del tipo de cambio seguía siendo el principal factor de riesgo. Hasta entonces, las decisiones de la Fed habían sido internalizadas por los mercados sin generar episodios de volatilidad excesiva o una depreciación importante de las monedas regionales. Una recuperación más rápida de los Estados Unidos o un incremento de la inflación por encima de lo esperado podría ser una fuente de incertidumbre en los mercados e influir en el fortalecimiento del dólar. Sin embargo, este hecho no sería un evento que afecte sólo a Paraguay, sino también a los socios comerciales, y por lo tanto los riesgos de depreciación real importante se atenuarían.

Habiendo evaluado los posibles escenarios de riesgos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado.

Reuniones de enero, febrero y marzo

En la reunión de enero, el Comité resaltaba que, en el contexto internacional, los países avanzados seguían mostrando un buen desempeño económico. En Estados Unidos y la Eurozona, los indicadores de corto plazo y del mercado laboral continuaban reflejando el fortalecimiento de sus economías. Igualmente, en la región, las expectativas de crecimiento para Brasil y Argentina habían mejorado respecto de meses previos, aunque en este último, la inflación permanecía elevada. Sin embargo, la incertidumbre política regional podía dar lugar a ciertos riesgos con respecto a la aprobación de algunas reformas, lo cual podría incidir en el ritmo de recuperación de la actividad económica.

En el contexto local, se destacaban los aumentos de algunos precios administrados como el del gasoil y del pasaje urbano. Al respecto, el Comité destacó que dichos incrementos tendrían una incidencia en la inflación interanual, principalmente en el corto plazo. Sin embargo, se resaltó que en las proyecciones de las medidas de tendencia no se reflejaba un impacto significativo de estos ajustes ni desvíos importantes en el mediano plazo de la inflación total respecto a la meta. Con relación a la actividad económica, los indicadores de corto plazo daban cuenta que el crecimiento económico para el 2017 cerraría en torno a lo esperado.

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

Para la reunión de febrero, persistía la buena dinámica de las economías avanzadas más relevantes, aunque se habían registrado algunos eventos que generaron cierta volatilidad en los mercados internacionales, principalmente en los Estados Unidos. En el ámbito regional, las economías de los principales países de la región seguían en proceso de una gradual recuperación y con perspectivas favorables para el presente año. En Brasil, además de que los indicadores de actividad habían seguido mejorando en los últimos meses, la percepción de los consumidores sobre las condiciones del mercado había aumentado. En Argentina, los indicadores de actividad de corto plazo habían registrado una ligera desaceleración en el margen, mientras que la inflación volvió a aumentar levemente.

En lo interno, en las medidas de tendencia de la inflación, se observaban una trayectoria a la baja en los últimos meses, aunque en línea con el objetivo inflacionario de mediano plazo y con expectativas ancladas a la meta. Por su parte, los indicadores de actividad económica continuaban mostrando una trayectoria favorable.

Así, en este contexto, el CEOMA decidió mantener el perfil de la política monetaria, manteniendo la TPM en 5,25% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

En la reunión de marzo, el Comité señaló que, en el escenario internacional, en los países avanzados se observaba una consolidación de la recuperación económica. En Estados Unidos, la Reserva Federal aumentó la tasa de interés de política monetaria. Además, la volatilidad que se había generado en los mercados financieros se había mitigado. En la Eurozona, la política monetaria había permanecido sin cambios. En la región, las expectativas de crecimiento de Brasil habían mejorado en las últimas semanas y la evolución de la inflación continuaba siendo favorable. En cuanto a Argentina, la actividad industrial había dado señales de mejora en el margen, aunque la inflación permanecía en niveles por encima del objetivo de política monetaria.

En el plano doméstico, la inflación total y las medidas de tendencia se mantenían en línea con la convergencia a la meta en el mediano plazo y los indicadores de actividad económica de corto plazo seguían mostrando una dinámica favorable.

En este escenario, el CEOMA consideró que lo más apropiado era seguir manteniendo el perfil de la política monetaria con la TPM en 5,25% anual, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% en el horizonte relevante de política.

I. Entorno Internacional y Regional

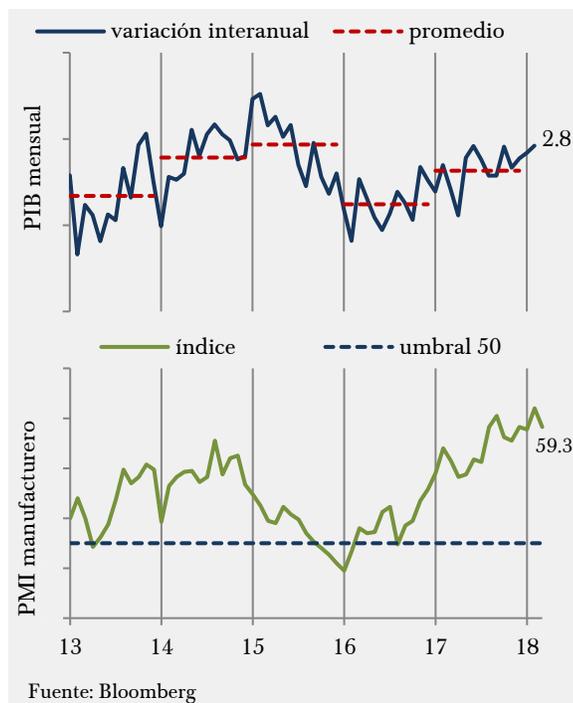
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU



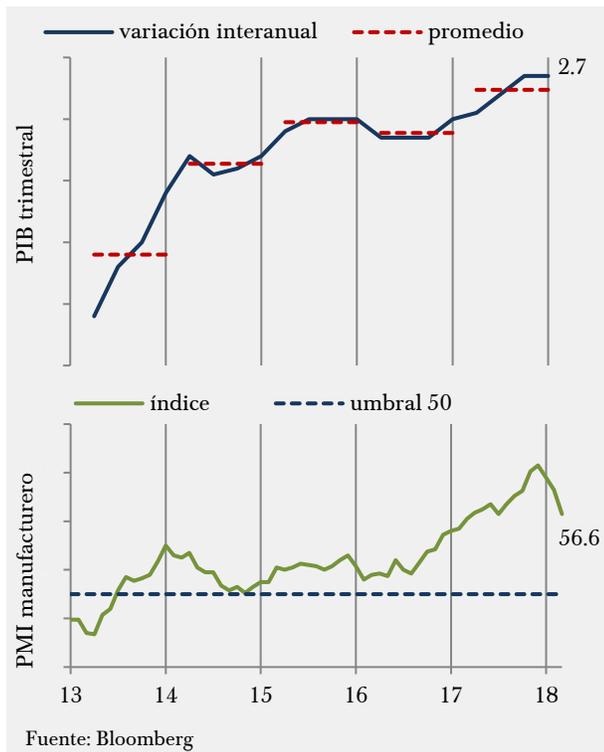
Fuente: Bloomberg

La economía mundial continúa creciendo con firmeza y de manera ampliamente diversificada entre economías avanzadas, emergentes y en desarrollo. Las expectativas de crecimiento global incluso han mejorado para los años 2018 y 2019 debido principalmente a un desempeño de las economías avanzadas superior a lo anticipado en el IPoM anterior. Cabe resaltar que la reforma fiscal de EEUU, por efecto derrame, también ha contribuido en las nuevas revisiones internacionales. EEUU y la Eurozona continúan con su gradual endurecimiento monetario cuya velocidad podría incrementarse según las condiciones inflacionarias lo requieran. China sigue con las medidas tendientes atenuar el riesgo crediticio en el mercado doméstico, lo cual provocaría una desaceleración económica en los próximos periodos. En la región, Brasil y Argentina siguen en su proceso de paulatina recuperación económica donde el crecimiento argentino se vería contenido en el 2018 por la sequía que afecta a la producción de soja. Considerando todo lo anterior, el escenario de mayor riesgo está relacionado a las consecuencias globales de una disputa comercial entre grandes economías, en especial EEUU y China.

Actividad económica

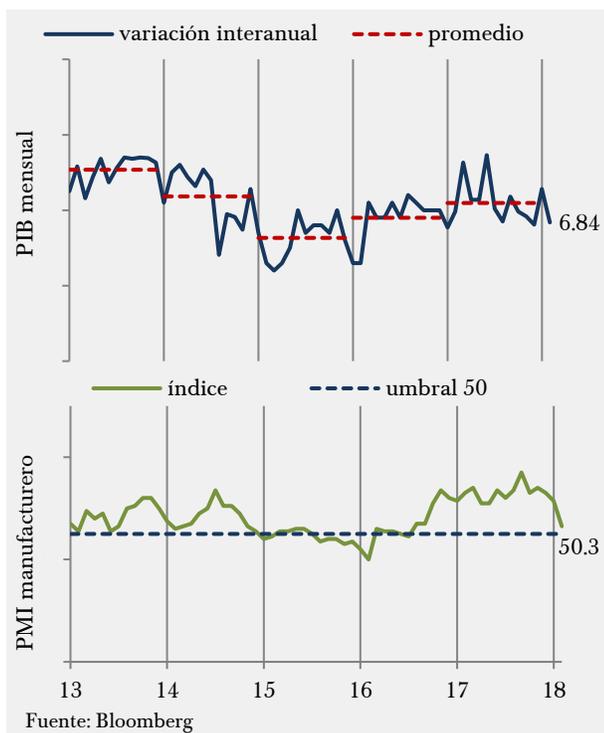
Según los indicadores coyunturales de actividad económica, Estados Unidos tuvo un crecimiento anualizado del PIB de 2,9% durante el cuarto trimestre del 2017. El incremento del PIB se debió mayormente a contribuciones positivas del gasto en consumo personal, inversión fija, exportaciones y gastos gubernamentales. Al mes de febrero de 2018, el crecimiento interanual del PIB mensual fue 2,8%, siguiendo con una leve tendencia ascendente; además, las perspectivas derivadas del PMI manufacturero siguen muy positivas al mes de marzo y el mercado laboral se mantiene sólido. Además, la reforma fiscal del gobierno podría dar un impulso adicional a la economía en el corto plazo. De esta forma, las perspectivas para el 2018 y 2019 del PIB de EEUU se revisaron al alza desde el informe anterior. Los factores de riesgo para EEUU están ligados a la incertidumbre resultante de la reforma fiscal y las medidas comerciales llevadas adelante por la actual administración.

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona



En la Eurozona, por segundo mes consecutivo el PIB ha crecido de manera destacada, alcanzando una tasa interanual de 2,7% en el cuarto trimestre de 2017, similar al trimestre anterior. Dicho resultado estuvo impulsado por las economías de Alemania e Italia. Los países con mayor crecimiento fueron Rumania, Eslovenia y Estonia, mientras que Reino Unido y Dinamarca fueron los de menor dinamismo. Por otro lado, el PMI del sector manufacturero se ha desacelerado desde noviembre del año pasado afectado por la apreciación del euro que influyó en el crecimiento de la producción y las exportaciones, no obstante, cabe destacar que el indicador sigue por encima de años anteriores. El mercado laboral sigue mejorando, alcanzando una tasa de desempleo de 8,5% en febrero, el menor nivel desde diciembre de 2008. En este contexto, el crecimiento del PIB 2017 coincidió con las estimaciones del IPoM anterior (2,3%) y para el 2018 las proyecciones fueron revisadas al alza de 2,1% a 2,4%.

Gráfico I.3
Actividad económica de China



En China, la economía creció 6,8% interanual en el cuarto trimestre de 2017, levemente por encima de las expectativas del mercado (6,7%). El crecimiento en la industria y las exportaciones, así como un mercado inmobiliario resistente fueron los principales impulsores de la expansión. Sin embargo, cabe destacar que los ajustes de Pekín para hacer frente a los riesgos crediticios han comenzado a afectar el crecimiento general, lo cual se ve reflejado en el indicador mensual de actividad, que ha comenzado a desacelerarse levemente desde el segundo semestre del 2017. Del mismo modo, el PMI del sector manufacturero, si bien permanece aún en zona de expansión, tuvo nuevamente una disminución en el mes de febrero, descendiendo a 50,3. De esta forma, se espera que esta paulatina reducción en el ritmo del crecimiento chino continúe en el mediano plazo con proyecciones de 6,5% para el 2018 y 6,2% para el 2019. Sin embargo, dicha desaceleración sería menos intensa a lo previsto, ya que, si bien los ajustes en las condiciones crediticias afectan a la actividad económica, los indicadores recientes y sobretodo el comercio exterior no se han deprimido como se adelantaba.

En Brasil, la economía creció 0,1% en el cuarto trimestre de 2017 contra el trimestre anterior, afianzando la recuperación gradual del país. Por su parte, en términos interanuales creció 2,1% (1,4% en el trimestre previo) explicado principalmente por la expansión del consumo y de la inversión. Con este resultado, el crecimiento del 2017 se

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

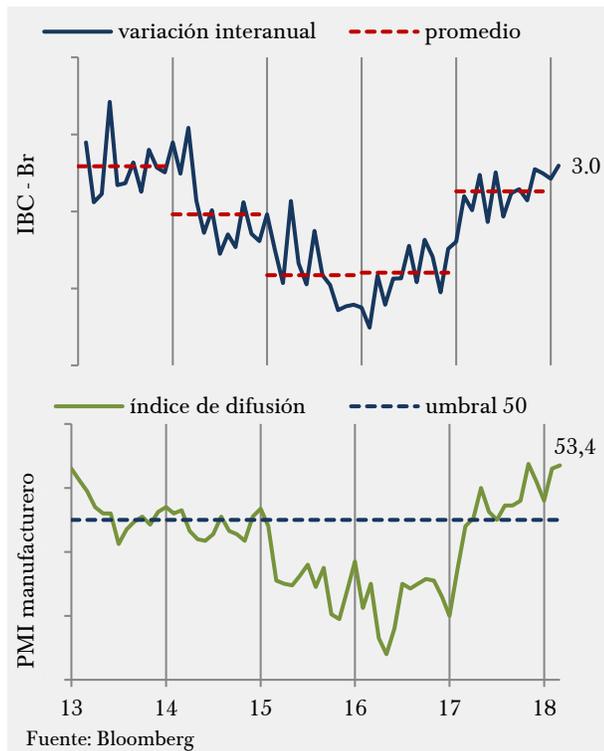
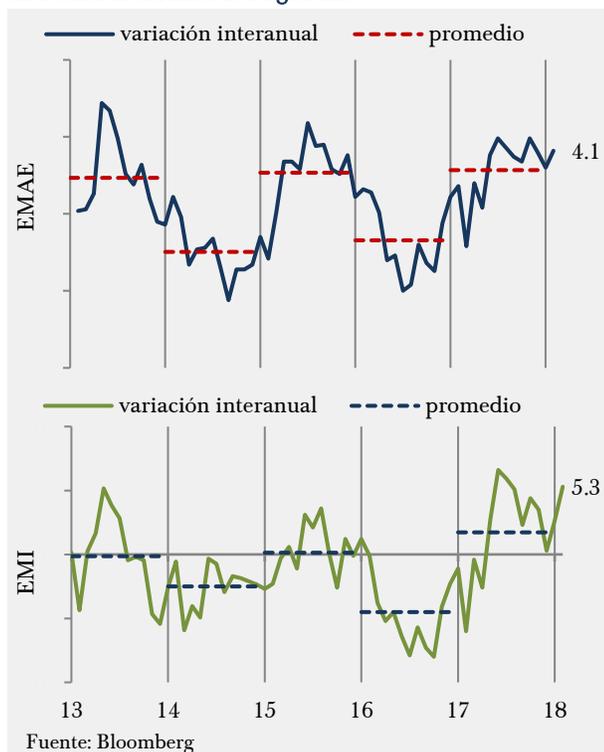


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



ubicó en 1%, por encima de lo previsto inicialmente. Asimismo, los indicadores adelantados continuaron consolidándose en los primeros meses de este año, entre estos el PMI, que se ha mantenido en la zona de expansión y ha presentado un repunte en relación al informe anterior. Por otro lado, la inflación permanece baja, contexto en el cual el Copom decidió nuevamente reducir la tasa de referencia a 6,5% en marzo y con expectativas de una disminución adicional en la siguiente reunión. En este escenario, las proyecciones de crecimiento para el 2018 y 2019 se han revisado al alza con relación al IPoM de diciembre. Actualmente, el riesgo más relevante para las perspectivas se deriva del ámbito político.

En cuanto al 2018, el IBC-Br creció 3,0% en enero, mientras que el PMI manufacturero ha repuntado a 53,4 en marzo, debido al significativo crecimiento de los nuevos pedidos y de la producción, así como el aumento del empleo industrial. Estas señales dan cierta robustez al repunte económico brasilero; sin embargo, la tasa de desempleo, luego de dos mejoras consecutivas, se ha frenado en 12,2% a enero de 2018. La reciente crisis económica todavía dificulta la creación de puestos de trabajo de calidad, estando el crecimiento reciente apoyado mayormente en una plataforma informal de trabajo. A pesar de esto, los buenos resultados de la mayoría de los indicadores económicos han hecho que las proyecciones de crecimiento de Brasil mejoren respecto al IPoM anterior, aumentando de 0,8% a 1,0% para el 2017 y de 2,5% a 2,7% para el año 2018.

En Argentina, la estimación preliminar del PIB en el cuarto trimestre de 2017 tuvo un crecimiento interanual de 3,9%, explicado principalmente por un aumento de 7,4% de la FBCF y 1,3% del consumo privado. Para el 2018 se espera un afianzamiento de la recuperación económica, perspectiva respaldada por el buen dinamismo de los últimos meses del EMAE que se ha extendido hasta enero con un crecimiento interanual de 4,1%. Este resultado estuvo explicado mayormente por el crecimiento de la construcción, los servicios comunitarios, sociales y personales, y la intermediación financiera. Por su parte, el Estimador Mensual Industrial (EMI), ha repuntado por segundo mes consecutivo con un crecimiento de 5,3% en febrero, explicado principalmente por el aumento de actividad en la industria automotriz, de productos minerales no metálicos, de metales básicos y resto de industria metálica. Sin embargo, es importante resaltar que una fuerte sequía ha

Gráfico I.6
Inflación en EEUU

Variación interanual, porcentaje

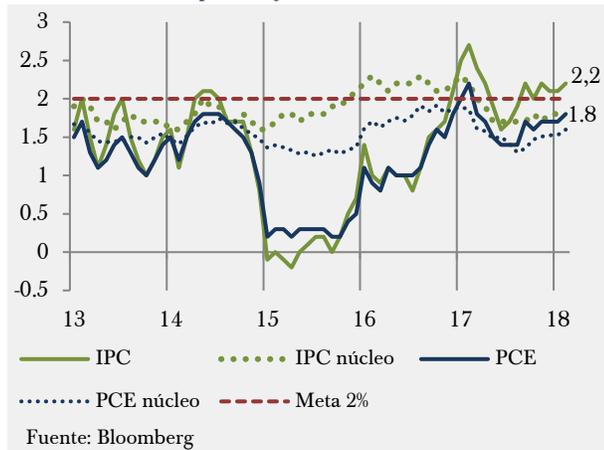


Gráfico I.7
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona

Porcentaje

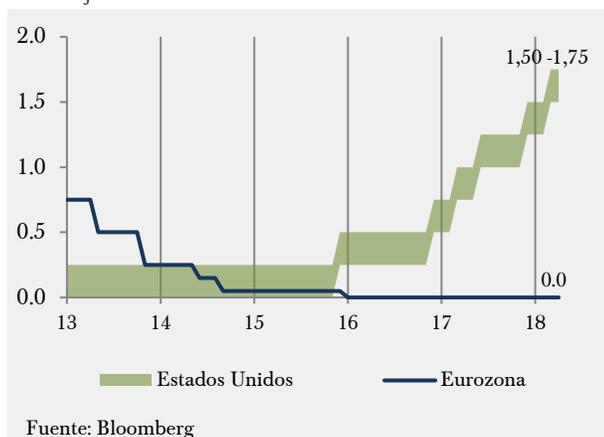


Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



perjudicado a la producción sojera, provocando una significativa revisión a la baja de la estimación del 2018 de 3,2% a 2,8%.

Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de EEUU aumentaron desde el último IPoM. Por un lado, el IPC ascendió a 2,2% interanual en febrero, mientras que su medida núcleo se mantuvo en 1,8%, y por el otro, el índice de precios PCE aumentó a 1,8%, al tiempo que el PCE núcleo a 1,6%. Respecto a la política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED), considerando las condiciones laborales y de inflación realizadas y esperadas, aumentó nuevamente el rango objetivo de fondos federales a [1,5% - 1,75%] en la reunión de marzo. Las mejores perspectivas de crecimiento económico sumado al mejoramiento continuo del mercado laboral sugieren que la inflación repuntaría en los próximos meses, lo cual estaría acompañado con más alzas en la tasa de política a lo largo del 2018 a una velocidad sujeta al ritmo de aceleración de la inflación. Adicionalmente, cabe destacar, que la FED continúa con su programa de normalización de hoja de balance iniciado en octubre de 2017.

En la Eurozona, la tasa de inflación total repuntó en marzo luego de tres meses de desaceleración, igualando nuevamente su nivel del IPoM anterior de 1,4%; mientras que la inflación núcleo aumentó a 1% interanual, levemente superior a la tasa del último informe. En cuanto a la política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia en la reunión de marzo y lo seguirá haciendo al menos hasta setiembre de 2018 ya que considera necesario seguir con su perfil acomodaticio para asegurar un nivel de inflación compatible con su meta de mediano plazo. De esta manera, la tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,4%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,0%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25%. En cuanto a las medidas no convencionales de Política Monetaria, como se había anticipado las compras de activos han disminuido de 60 a 30 mil millones de euros mensuales desde enero del año corriente y está previsto que continúen al mismo ritmo al menos hasta setiembre de 2018.

En la región, la inflación de Brasil pareciera haberse estabilizado por debajo del límite inferior de su meta, ubicándose en 2,68% interanual en marzo, prácticamente al

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

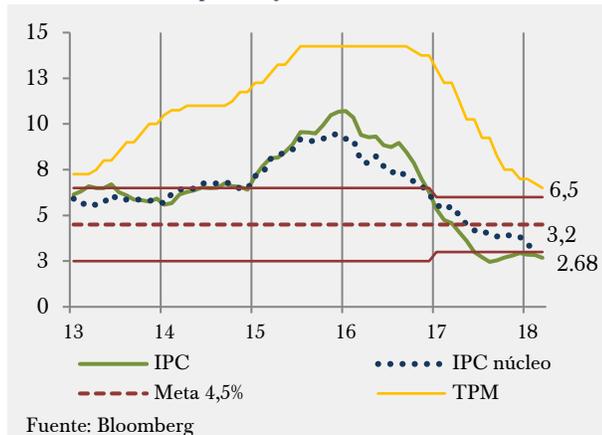


Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación mensual, porcentaje

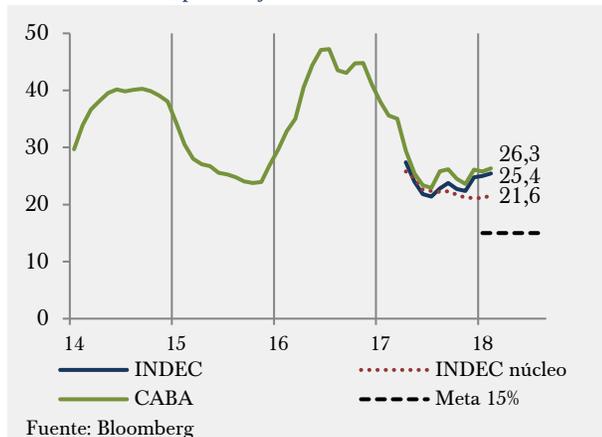
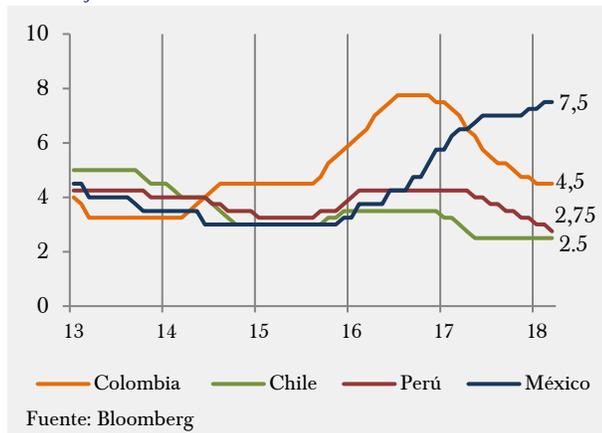


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



mismo nivel del informe anterior. Sin embargo, la inflación núcleo siguió con su tendencia a la baja, desacelerándose hasta 3,2% interanual en febrero. Según la encuesta de Focus, se espera que la inflación permanezca por debajo de la meta de 4,5% en el corto plazo, repuntando levemente durante el 2018 a 3,6%, y un poco más durante el 2019 a 4,2%. De este modo, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha decidido bajar la tasa SELIC a 6,5% en su última reunión de marzo y con perspectivas de volver a bajarla en la siguiente reunión. Esto último se ve reflejado en las expectativas de mercado que esperan una tasa de fin de periodo de 6,25% para el 2018.

La inflación general del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina (INDEC) ha vuelto a subir desde el último IPoM, alcanzando la tasa de 25,4% en febrero, similar evolución que la inflación total medida por CABA que cerró el mes de febrero con un aumento de 26,3% interanual. Por su lado, la inflación núcleo del INDEC ha repuntado en el último dato de febrero luego de tres meses consecutivos de descensos. Sin embargo, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) considera que esta aceleración es transitoria, afectada por precios regulados y depreciación del peso, y que la reducción paulatina de la inflación continuaría en los próximos meses. Cabe resaltar que el BCRA ha cambiado su meta de inflación desde el último IPoM. En este sentido, la nueva meta del 2018 es 15%, del 2019 es 10% y del 2020 es 5%. De esta manera, dado los ajustes de la meta y las condiciones inflacionarias, el BCRA decidió disminuir su tasa de política monetaria en dos ocasiones desde el último IPoM hasta ubicarse en 17,25% y luego mantenerla en ese nivel.

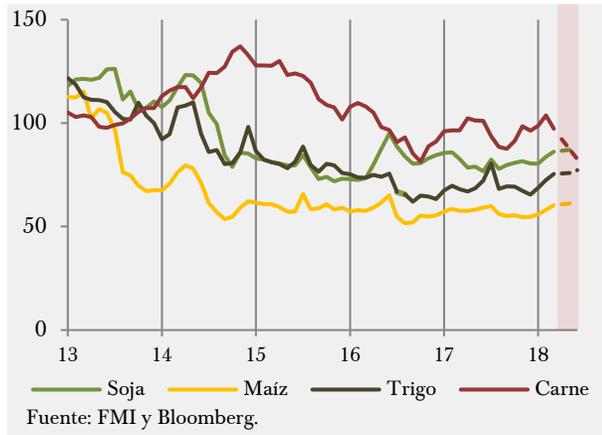
Entre los demás países con metas de inflación de la región (Gráfico I.11), se observó una reducción de tasa de política monetaria con respecto al IPoM anterior en Colombia (5% a 4,5%) y Perú (3,25% a 2,75%), mientras que un aumento en México de 7% a 7,5%. Por otro lado, Chile ha mantenido su tasa de política monetaria en 2,5% desde el último informe.

Materias primas

Los precios de los *commodities* que principalmente afectan a Paraguay se incrementaron en todos los casos con respecto al IPoM anterior mientras que las perspectivas son dispares. Por ejemplo, el precio de la soja aumentó 7,1% desde el último informe, tendencia que se mantendría en el próximo

Gráfico I.12
Precios de commodities

Índices, enero 2012 = 100

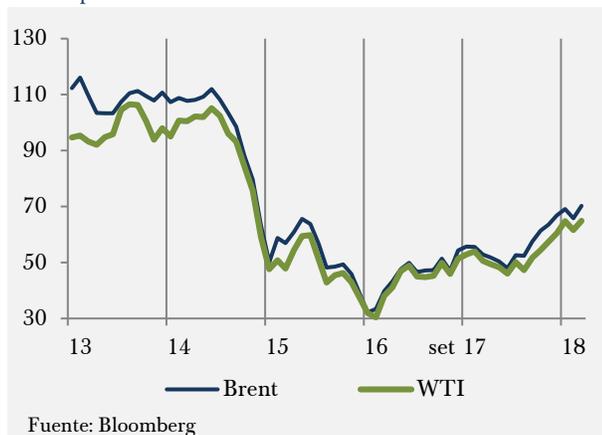


trimestre. El precio del trigo se incrementó en 15,1%, en parte, por las expectativas con respecto al impacto de la sequía prolongada en EEUU y las condiciones climáticas de Europa. En cuanto al maíz, su precio subió 10,2% y se espera que continúe en esta tendencia. Por último, el precio de la carne tuvo un aumento de 1,0%; sin embargo, esta tendencia cambiaría en el próximo trimestre debido a las disputas comerciales en torno a la carne.

Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo se han incrementado, principalmente por las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. Además, la debilidad del dólar ayudó a que la demanda aumentara. El precio del petróleo Brent subió en 5,1%, mientras que el del WTI se incrementó en 7,5% respecto al informe anterior. Los mercados de futuros sugieren que los precios continuarían en los niveles actuales o levemente inferiores durante el resto del 2018.

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

Dólares por barril

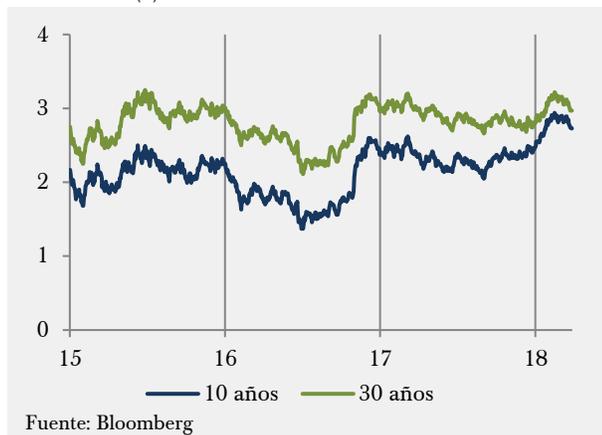


Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU con vencimiento a 10 y 30 años han aumentado con respecto al IPoM anterior, sin embargo, desde finales de febrero vienen disminuyendo nuevamente. Entre otros, como factor impulsor de los rendimientos hasta febrero se puede mencionar el cambio en las expectativas hacia una inflación más acelerada, dado los datos de empleo, salarios y de la economía en general. Sin embargo, los rendimientos han bajado últimamente debido a los anuncios de barreras comerciales de EEUU y a la caída en la bolsa de valores, impulsando nuevamente la compra de bonos americanos como refugio seguro.

Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

Rendimientos (%)



El índice bursátil de los Estados Unidos ha retrocedido 2,7% desde el IPoM anterior, debido principalmente a la fuerte corrección de precios en el mercado a inicios de febrero y últimamente debido a los anuncios relacionados a las trabas comerciales. Por otro lado, tanto el índice Nikkei como el índice europeo tuvieron caídas de 5,8% y 5,9% respectivamente. Ambos índices bursátiles fueron impactados por la caída de las bolsas americanas, así como por la aplicación por parte de EEUU de barreras arancelarias al comercio exterior. Finalmente, el índice de mercados emergentes tuvo un crecimiento de 3,2% con respecto al informe anterior, aunque también fue afectado en menor medida por los eventos mencionados

Gráfico I.15

Mercados bursátiles internacionales

Índices, enero 2015 = 100

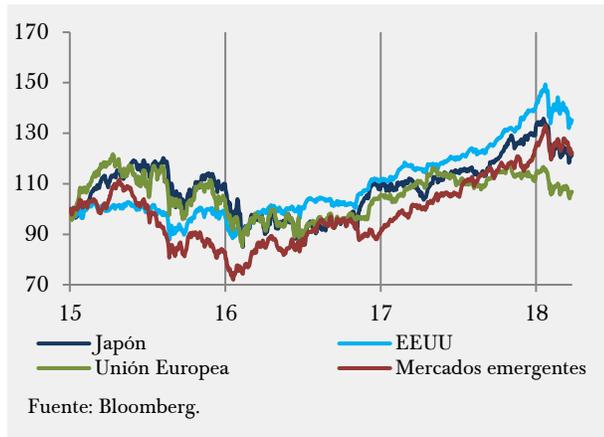


Gráfico I.16

Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales

Índice DXY (*)



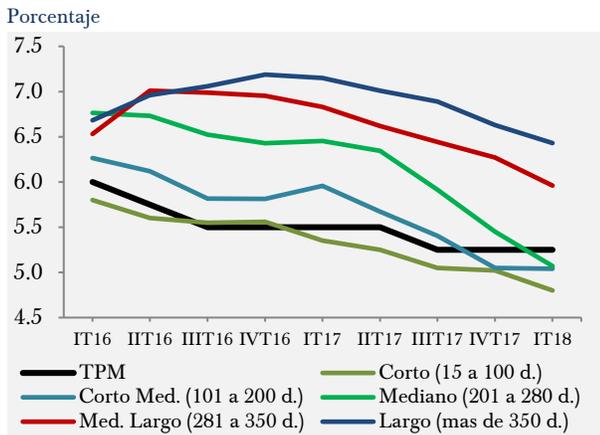
anteriormente. En cuanto a la evolución de los mercados bursátiles en el siguiente trimestre, ésta dependerá en gran medida de los sucesos en el ámbito comercial.

En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció 3,7%. Esta baja en la cotización de la divisa norteamericana estuvo explicada por las dudas sobre las perspectivas de la economía de EEUU luego de la aprobación de la reforma tributaria y la posible guerra comercial tras la aplicación de aranceles a la importación de acero y aluminio, así como el fortalecimiento del euro desde el último informe. Sin embargo, desde mediados de febrero, el dólar se ha mantenido relativamente estable.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

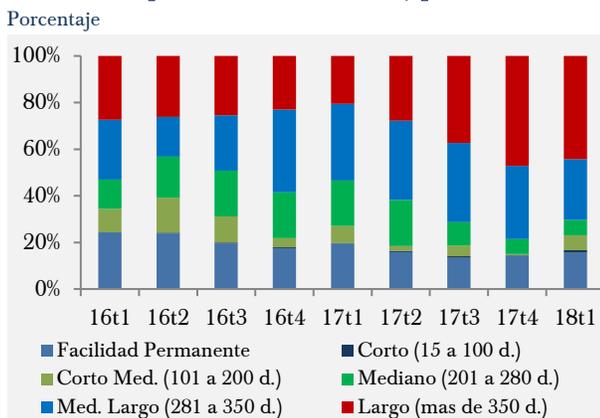
Tasas de política monetaria y de IRM



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.2

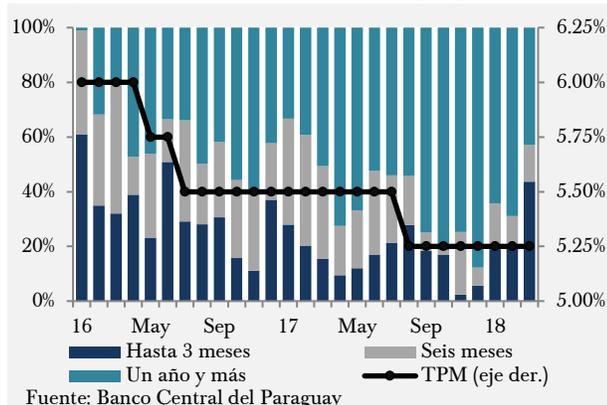
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos



Fuente: Banco Central del Paraguay

Política Monetaria

En el ámbito internacional, los indicadores económicos de las principales economías avanzadas han seguido evolucionando favorablemente durante el primer trimestre. Asimismo, en la región, los indicadores de actividad de las economías vecinas han continuado mostrando señales de recuperación.

En cuanto al ámbito doméstico, las medidas de inflación han evolucionado favorablemente, y la actividad económica ha continuado expandiéndose conforme a lo previsto. Por una parte, la inflación total, que aumentó en el primer mes del año como resultado del incremento de algunos precios administrados, se ha moderado en el margen. Por otra parte, las medidas de tendencia, luego del aumento puntual en el mes de enero, han continuado con la trayectoria descendente mostrada desde el segundo trimestre del año anterior. Además, las expectativas de los agentes económicos se han mantenido ancladas con el objetivo inflacionario y el crecimiento observado en los primeros meses del año, se ha ubicado dentro del escenario esperado.

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

Instrumentos de Regulación Monetaria

El saldo de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM) mostró una recomposición hacia los plazos menores, incluyendo la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD), en detrimento del mediano-largo y del largo plazo, en el primer trimestre de 2018 en relación al último trimestre del año anterior. La suma de los plazos mediano-largo y largo se redujo en 8,2 puntos porcentuales, en el presente trimestre en relación al cuarto trimestre de 2017. Además de la recomposición de cartera, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se incrementó en 18,1% en relación al último trimestre de 2017. Este incremento puede ser explicado por el corto-mediano (6,9%), largo (5,2%) y FPD (4,0%) (gráfico II.2).

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje

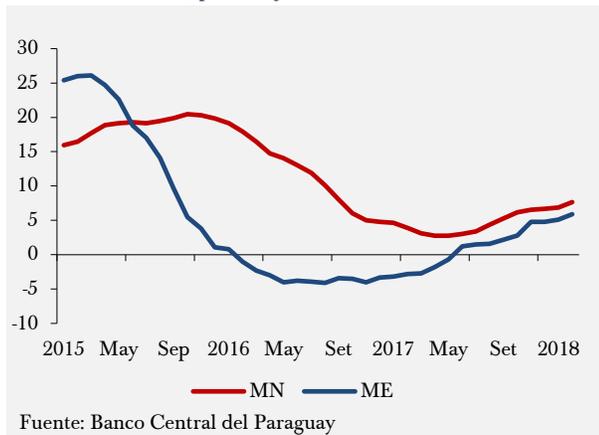


Gráfico II.5
Créditos por sectores

Variación interanual

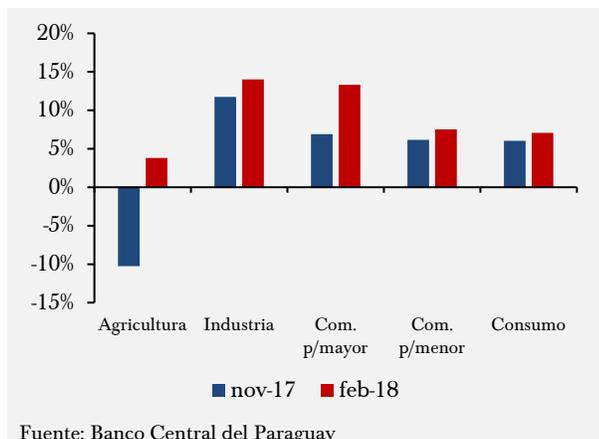
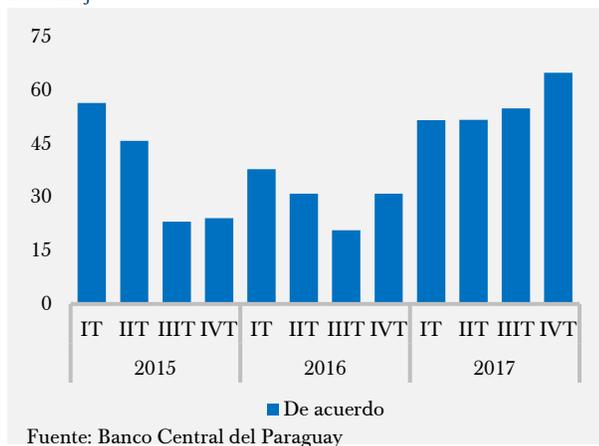


Gráfico II.6
Expectativas para la concesión de créditos

Porcentaje



En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), hacia finales del primer trimestre del año se registró un mayor apetito por los plazos de los instrumentos de hasta 3 meses en detrimento del plazo de un año y más. Así, en marzo de 2018 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 43,7% del total, la de 6 meses representó el 13,5% y la de 1 año y más representó el 42,8% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

En general, los créditos han seguido con la senda de recuperación gradual observada desde mediados del 2017. Así, en febrero de 2018, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 9,1%, superior a la registrada al cierre del último informe (6,6%). Asimismo, los créditos en moneda extranjera han mostrado un incremento de 5,9% interanual, superior al 2,8% observado hasta el mes de octubre de 2017 (gráfico II.4).

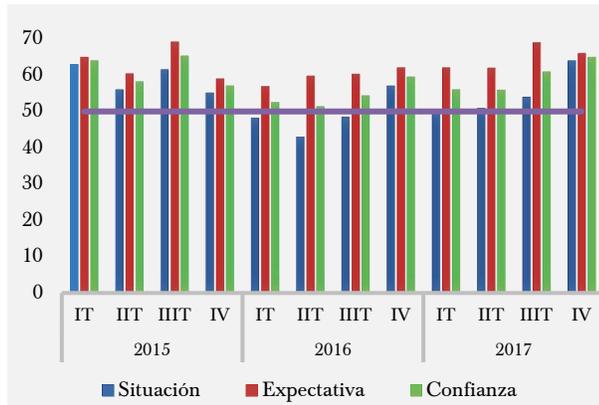
Considerando el total del crédito, se ha registrado un crecimiento de los préstamos para el sector agrícola, después de un periodo de variaciones negativas. Asimismo, se ha observado un mayor dinamismo de los créditos destinados al comercio (al por mayor y menor) y al consumo (gráfico II.5)

Por otro lado, de acuerdo a la Encuesta sobre Situación General del Crédito (Cuarto Trimestre 2017), el 65% de los participantes respondió que está de acuerdo con la afirmación de que la coyuntura económica es favorable para el otorgamiento de créditos, porcentaje que ha venido mejorando continuamente en los últimos trimestres (gráfico II.6).

En el mismo sentido, el índice de situación económica mejoró en el último trimestre, tanto con respecto a los trimestres previos como así también respecto al mismo trimestre del año anterior. Por su parte, las expectativas también se mantienen en la zona de expansión, lo cual puede contribuir a consolidar la recuperación observada en los últimos meses (gráfico II.7). A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses permanecen en la zona de expansión, destacándose las respuestas con relación al sector comercio y consumo, lo cual se encuentra en línea con la evolución reciente de los

Gráfico II.7

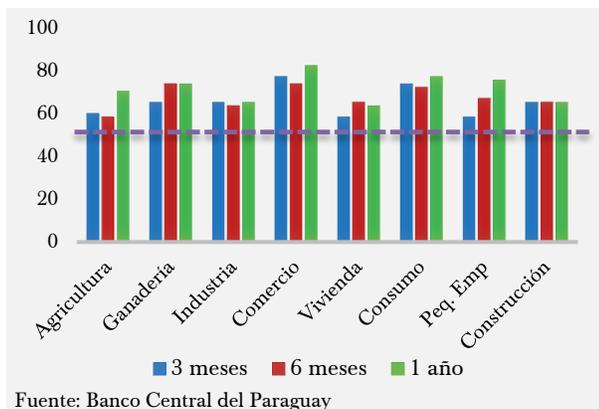
Índice de situación, expectativas y confianza del Crédito
Índice de difusión



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.8

Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito
Índice de difusión

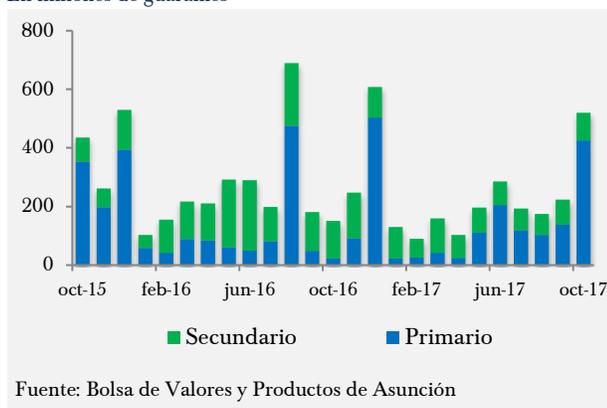


Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.9

Volumen negociado en la BVPASA

En millones de guaraníes



Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción

indicadores de ventas y otros relacionados tanto al comercio y/o al consumo (gráfico II.8).

Mercado bursátil

El total negociado al mes de febrero en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 140,3%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (201,0%) y reporto (83,7%), aunque fue marginalmente compensado por la disminución de las operaciones en instrumentos de renta variable (0,6%). Por otro lado, del total negociado en los dos primeros meses del año, 52,4% correspondió a transacciones en el mercado primario y 47,6% al mercado secundario (gráfico II.9).

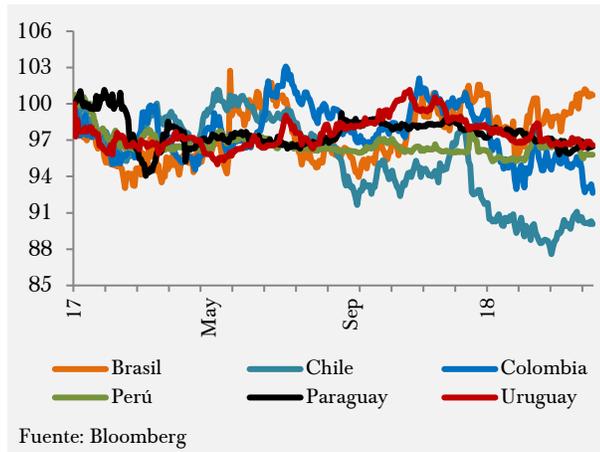
Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en febrero, la distribución es la siguiente: bonos públicos (60,7%), bonos corporativos (21%), bonos subordinados (8,1%), acciones (0,5%), títulos de crédito (0,3%) y bonos financieros (0,2%).

En febrero la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 7,9% para las operaciones en moneda nacional y 6,5% para aquellas en moneda extranjera.

Gráfico II.10

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2017=100



Tipo de cambio

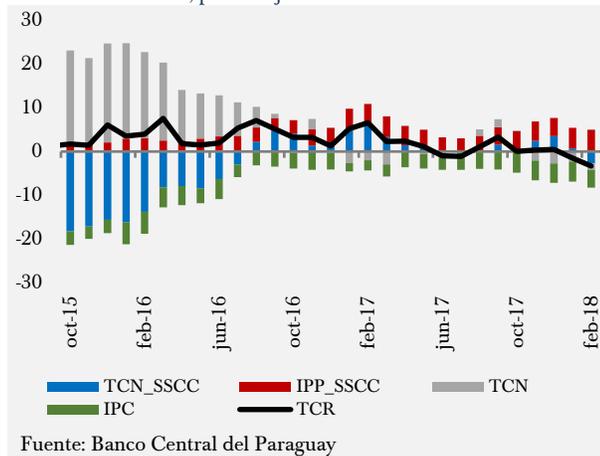
En el primer trimestre del año, todas las monedas de la región presentaron leves apreciaciones en relación a las cotizaciones registradas hacia finales del cuarto trimestre del 2017. Así, las tasas de apreciación observadas fueron: peso colombiano (6,85%), peso chileno (1,88%), peso uruguayo (1,47%), guaraní (0,73%), sol peruano (0,32%) y real brasilero (0,09%) (gráfico II.10).

Asimismo, en febrero de 2018, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció en 3,27% con respecto al mismo mes del año anterior y en 0,8% respecto a diciembre de 2017. Estos resultados se explicaron principalmente por la depreciación del tipo de cambio nominal de los socios comerciales en el periodo de referencia, y en menor medida la apreciación del guaraní respecto al dólar (gráfico II.11).

Gráfico II.11

Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

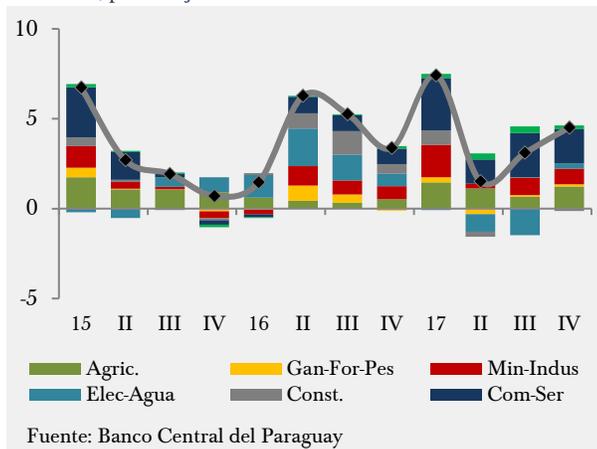
Sectores	Pond. 2016	2016				2017			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura	18,7	2,8	2,2	2,2	2,7	6,6	6,1	4,5	6,5
Ganadería, forestal y pesca	6,5	-1,1	14,3	5,6	-1,8	5,3	-4,8	1,1	1,8
Industria y minería	10,8	-2,3	10,8	7,0	7,0	17,0	2,5	8,3	8,0
Electricidad y agua	11,5	11,9	20,0	13,2	6,4	-0,7	-8,2	-12,7	2,7
Construcción	4,2	2,7	23,0	33,6	14,7	22,7	-6,8	0,7	-3,1
Servicios	42,1	-0,4	2,1	2,0	2,0	7,2	3,2	5,8	4,5
Impuestos a los productos	6,1	-0,6	0,7	0,9	2,5	3,8	5,6	5,8	3,5
PIB Total	100,0	1,5	6,3	5,3	3,4	7,4	1,5	3,1	4,5
PIB sin Agric. y sin Bn.	71,5	-0,4	5,2	4,7	3,2	8,7	2,1	5,3	4,3

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2016	2016				2017			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda Interna	91,0	-0,9	1,5	2,0	6,0	7,4	4,6	4,8	4,5
Consumo hogares	61,7	1,2	1,7	1,5	2,5	3,5	4,1	4,2	3,6
Consumo gobierno	8,8	-0,6	-4,0	-5,4	-1,4	-2,9	4,0	2,9	1,5
Formación Bruta de Capital	20,6	-8,2	3,7	6,6	19,6	27,5	6,5	7,5	7,9
Exportaciones	56,2	0,0	5,7	5,3	0,0	8,7	-1,6	8,0	13,0
Importaciones	47,2	-4,8	-3,0	-0,7	5,0	9,0	3,4	12,2	12,9
PIB Total	100	1,5	6,3	5,3	3,4	7,4	1,5	3,1	4,5

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

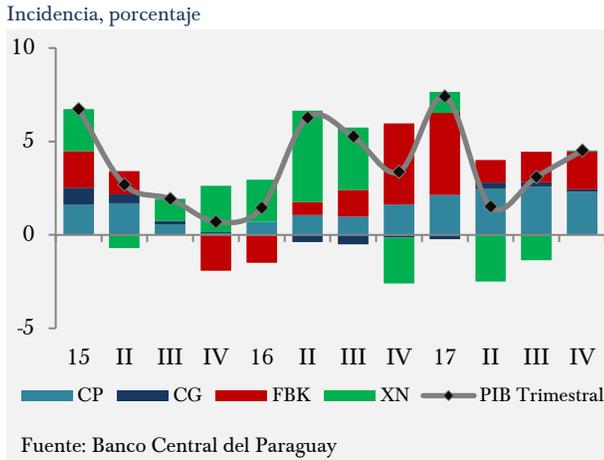
La actividad económica siguió mostrando una buena dinámica hacia finales del 2017. En el cuarto trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 4,5% (3,1% en el trimestre anterior), explicado principalmente por el buen desempeño del sector servicios, la industria manufacturera, la agricultura y en menor medida por la producción del sector de electricidad y agua (lado de la oferta). Por el enfoque del gasto, el consumo y la inversión fueron los principales motores del crecimiento. Con este resultado, la tasa de variación acumulada para el año 2017 se situó en 4,2%, en línea con las estimaciones.

El sector de los servicios verificó nuevamente un importante crecimiento interanual en el cuarto trimestre del 2017 (4,5%), y una incidencia de 1,9 p.p. en la expansión del PIB total. Este desempeño siguió siendo explicado fundamentalmente por los buenos resultados observados en la actividad comercial. Además del comercio, otras actividades de servicios mostraron una expansión en el último trimestre, tales como telecomunicaciones, transportes, servicios a los hogares, hoteles y restaurantes (tabla III.1). Finalmente, el sector cerró el 2017 con un crecimiento acumulado de 5,1%.

Por su parte, la industria manufacturera presentó un crecimiento interanual de 8,0% (8,3% en el trimestre anterior) y una contribución de 0,9 p.p. en la variación del PIB total. Los principales impulsores del crecimiento del sector en el cuarto trimestre fueron la producción de papel, elaboración de aceites, molinería y panadería, maquinarias y equipos, productos químicos, bebidas y tabaco. Estos resultados positivos fueron atenuados por los menores niveles de producción del sector azucarero. De esta forma, la industria en el 2017 acumuló un crecimiento de 9,0%.

Conforme a la última actualización del MAG sobre la campaña agrícola 2016/2017, el sector agrícola presentó un crecimiento interanual del 6,5%, resultado respaldado principalmente por los niveles récords de producción de la soja, complementada con otros cultivos como el arroz, el poroto y el tabaco. En tanto que el maíz, otro rubro agrícola relevante, mostró un crecimiento marginal, por el aumento

Gráfico III.2
PIB: componentes de demanda



en el rendimiento. En el 2017 el sector acumuló un crecimiento de 6,0%.

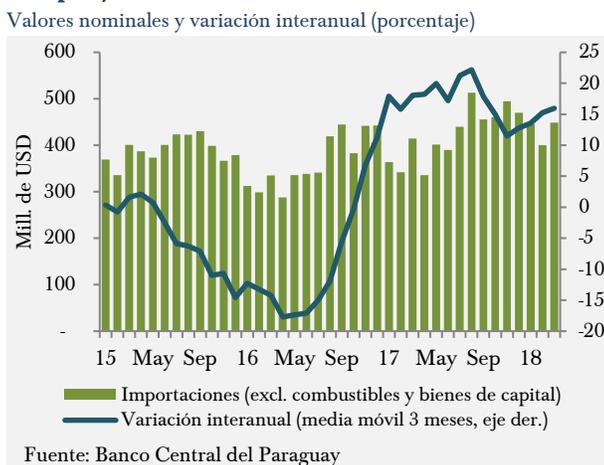
Por otra parte, el sector de electricidad y agua (que incluye las binacionales) registró un repunte en el último trimestre del año verificándose un crecimiento interanual de 2,7% (recuperación después de caídas por tres trimestres consecutivos). El desenvolvimiento favorable del trimestre se debió a la mayor generación de energía eléctrica de las binacionales complementado por el incremento en la distribución de electricidad y agua. De esta manera, la producción del sector acumuló una caída de 4,7% en el 2017, siendo este resultado muy condicionado por los niveles récords de producción de energía eléctrica obtenidas por las binacionales en el 2016.

Gráfico III.3
Consumo total



El sector de la ganadería, forestal y pesca verificó un incremento interanual de 1,8% (1,1% en el trimestre anterior). El resultado se explicó por el crecimiento del faenamiento de ganado vacuno (producto principal de la actividad), el cual fue parcialmente atenuado por las menores tasas de variación de los demás productos pecuarios (producción de leche cruda, huevos y aves). Este sector cerró el año con un leve crecimiento acumulado de 0,8% en el 2017.

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



El sector de la construcción verificó una caída interanual de 3,1% en el cuarto trimestre de 2017. El desempeño de la actividad estuvo explicado por el menor dinamismo de las obras debido a las condiciones climáticas menos favorables registradas durante el trimestre de análisis. Asimismo, se debe tener en cuenta el efecto base de comparación, dado el importante crecimiento del sector observado en el mismo trimestre del año anterior. Con este resultado el sector acumuló un crecimiento de 2,5% en el 2017.

Desde el enfoque del gasto, en el cuarto trimestre de 2017, la mayor dinámica del PIB siguió siendo sostenida por la demanda interna (incremento interanual de 4,5%), fundamentalmente por el desempeño positivo del consumo y de las inversiones.

Entre los principales componentes de la demanda interna, se verificaron aumentos de 3,3% en el consumo total y de 7,9% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes registraron variaciones interanuales positivas. El consumo

Gráfico III.5
Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

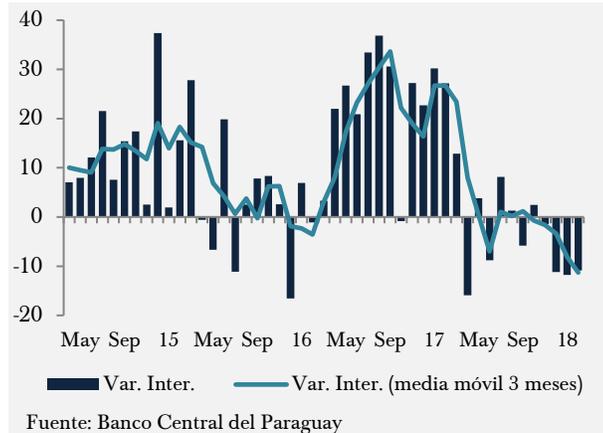


Gráfico III.6
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

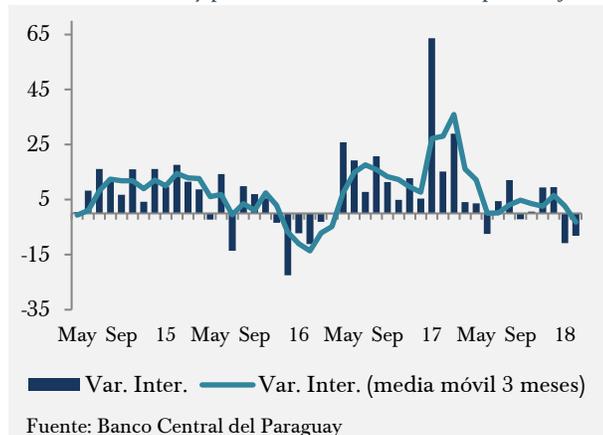
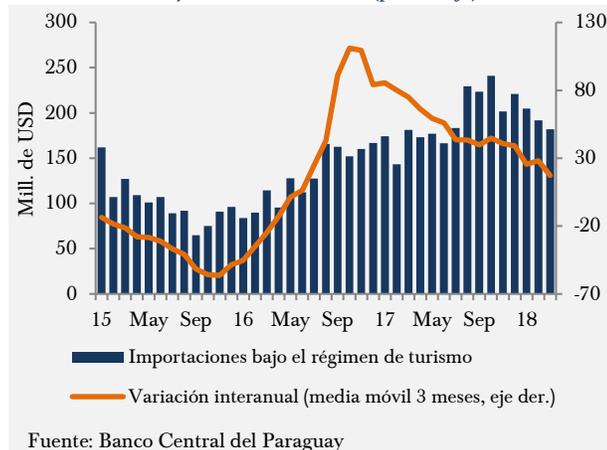


Gráfico III.7
Importaciones bajo el régimen de turismo

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



privado presentó un incremento interanual de 3,6%, que siguió siendo impulsado por la recuperación de las compras de bienes durables (equipamientos para el hogar y vehículos automotores), así como los gastos en vestimenta, transportes y restaurantes; lo cual va en línea con el sostenido aumento de las importaciones de bienes para consumo interno y la reactivación, en parte, de las promociones de compras con tarjetas de créditos. A su vez, el consumo público mostró un crecimiento interanual del 1,5% (crecimiento por tercer trimestre consecutivo).

Por su parte, el resultado registrado en la FBK se explica principalmente por los incrementos de la inversión en maquinarias y equipos y de la inversión física del gobierno.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron un crecimiento interanual de 13,0%, mientras que las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 12,9%.

De esta manera, la demanda interna fue el componente que más contribuyó al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, con 4,5 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, contribuyendo el consumo total con 2,4 p.p. y la FBK con 2,0 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas incidieron con 0,0 p.p. (neutralización de los efectos de las exportaciones con las importaciones).

Finalmente, es importante señalar que los indicadores de corto plazo han seguido mostrando un buen desempeño de la actividad económica en los primeros meses del 2018. En el primer trimestre del año el resultado estaría sustentado básicamente por los sectores servicios (actividad comercial), industrias manufactureras, acompañado por el aumento de la producción de energía eléctrica de las binacionales. Por otro lado, los indicadores vinculados a la demanda interna también han mostrado una evolución favorable.

Cuenta Corriente

Conforme a las cifras finales del comercio exterior, así como la de los demás componentes, el saldo preliminar de la cuenta corriente para el 2017 se revisó de USD -368,7 millones (-1,3% del PIB) levemente inferior al presentado en el informe de diciembre (-1,2% del PIB).

Conforme al desempeño observado en los primeros meses del 2018, se ha realizado una revisión en los datos proyectados,

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

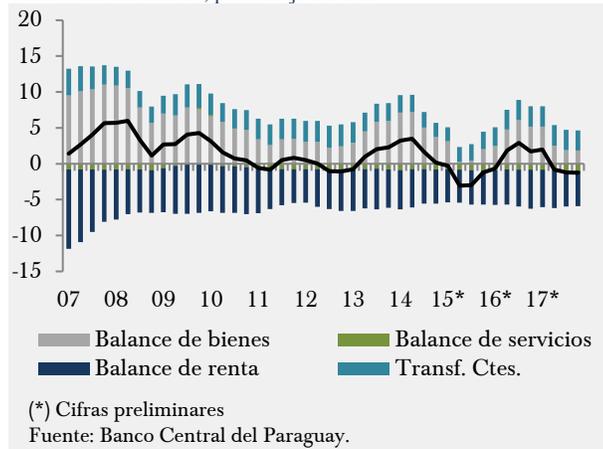


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2016 *	2017 (f)	2018 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	414,5	-368,7	-511,1
Balanza Comercial	1.366,5	557,7	291,5
Exportaciones	11.155,4	12.081,8	12.585,4
Importaciones	-9.788,8	-11.542,2	-12.293,9
Servicios	-221,1	-273,0	-280,7
Renta	-1.506,4	-1.476,0	-1.402,2
Transferencia Corriente	775,5	822,7	880,3
Cuenta Corriente (% PIB)	1,5	-1,3	-1,6

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

principalmente en lo referente a las importaciones, cuya tasa de crecimiento se incrementó de 4,7% a 6,5% respectivamente. Al cierre del primer trimestre, las importaciones registradas continuaron con buen ritmo, creciendo 19% en términos acumulados. El buen dinamismo de las importaciones para uso interno, así como las relacionadas al régimen de turismo, explican este comportamiento.

Las exportaciones, por su parte, si bien mostraron un frágil desempeño en los primeros dos meses del año, recuperaron su dinamismo hacia finales del primer trimestre.

Las exportaciones de soja (35% de las exportaciones registradas), que se redujeron como resultado del efecto de factores climáticos y de logística (problemas de transporte), verificaron una mejora importante con la normalización de los envíos en el mes de marzo. Situación similar se dio con los envíos de productos cárnicos, principalmente carne bovina, que fueron afectados por una extensión del periodo de vacunación, así como por factores climáticos que limitaron el traslado de los animales para el faenamiento. Para ambos casos se espera una recuperación y normalización en los envíos que, sumados al dinamismo de las exportaciones de energía eléctrica y los productos bajo el régimen de maquila, las proyecciones de crecimiento para el año 2018 se mantienen en 4,2%.

Con estos datos, la cuenta corriente para el año 2018 cerraría con un saldo del orden de USD -511,1 millones (-1,6% del PIB).

Finanzas públicas

Los ingresos tributarios han seguido creciendo en el 2018, en línea con el dinamismo de la actividad económica y de los indicadores relacionados a la demanda interna (ventas e importaciones). Por su parte, los gastos han aumentado este año debido principalmente por el incremento salarial otorgado a algunas entidades públicas. No obstante, el déficit fiscal anualizado a marzo se mantuvo en línea con el límite establecido (1,5% del PIB) en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Si bien se observa un incremento de los ingresos tributarios en 10,7%, éste se vio contrarrestado por la disminución de las contribuciones sociales y de los ingresos por royalties. De esta manera, el ingreso total recaudado acumulado a marzo ascendió a 6,5 billones de guaraníes, lo que equivale a una

Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central

En miles de millones de guaraníes

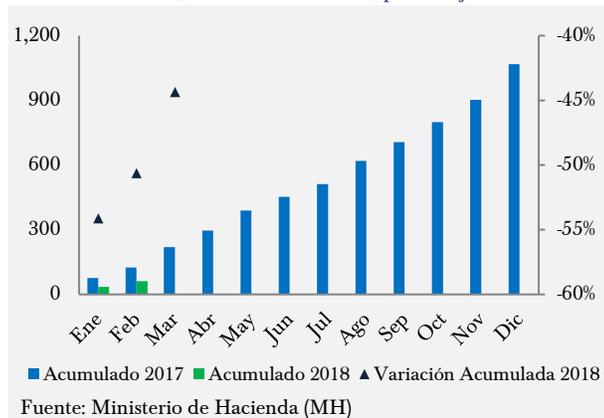
	Marzo 2017	Marzo 2018	Variación (%)
Ingreso total recaudado	6.596	6.545	-0,77
Ingresos tributarios	4.333	4.798	10,73
Otros ingresos	2.263	1.747	-22,80
Gasto total obligado	6.238	6.953	11,46
Remuneración a los empleados	3.038	3.445	13,40
Uso de bienes y servicios	548	648	18,25
Prestaciones sociales	984	1.174	19,31
Otros gastos	1.668	1.686	1,08
Adquisición neta de activos no financieros	1.096	610	-44,34
Balance operativo	358	-407	
Préstamo neto/endeudamiento neto	-738	-1.017	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.9

Inversión física de la Administración Central

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

disminución del 0,77% comparado con el mismo periodo del año anterior (Tabla III.4).

El gasto total obligado a marzo totalizó 6,9 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 11,5% respecto al acumulado a marzo de 2017. Se incrementaron los gastos en concepto de remuneración a los empleados, uso de bienes y servicios y prestaciones sociales, mientras que la cuenta otros gastos disminuyó.

Por su parte, la Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró una disminución acumulada de 44,3% al mes de marzo (gráfico III.9).

Finalmente, con estos resultados de ingresos y gastos (corrientes y de capital), el balance fiscal se situó en torno a 1 billón de guaraníes. En términos anualizados, el déficit fiscal a marzo se ubica en 1,5% del PIB, dentro de los márgenes establecidos en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total ha mostrado una trayectoria descendente, debido principalmente a la moderación en el incremento interanual de los precios de las frutas y verduras. Por otro lado, los precios de los otros alimentos, de los servicios y algunos administrados registraron aumentos durante el primer trimestre. Esto último explica, en parte, el ligero repunte de la inflación subyacente en el primer trimestre. No obstante, la inflación núcleo se mantuvo relativamente estable.

Al mes de marzo la inflación total registró una variación interanual del 4,1%, menor al 4,5% observado en diciembre del año 2017. El promedio entre enero y marzo se situó en 4,3%, inferior al 4,7% verificado en el cuarto trimestre del 2017, pero mayor al promedio del 2,3% verificado en el primer trimestre del año pasado.

Por otro lado, 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 4,1% y 4% en el primer trimestre (3,7% y 4%, respectivamente en el cuarto trimestre del 2017). Por su parte, la inflación núcleo registró un promedio de 2,9%, igual a la observada en el trimestre anterior (gráfico III.10).

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

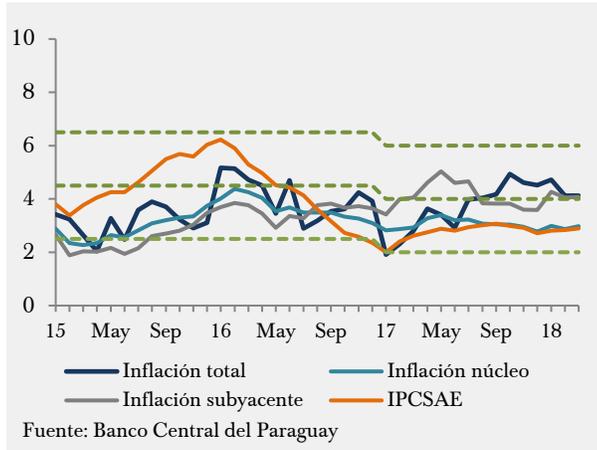


Gráfico III.11
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

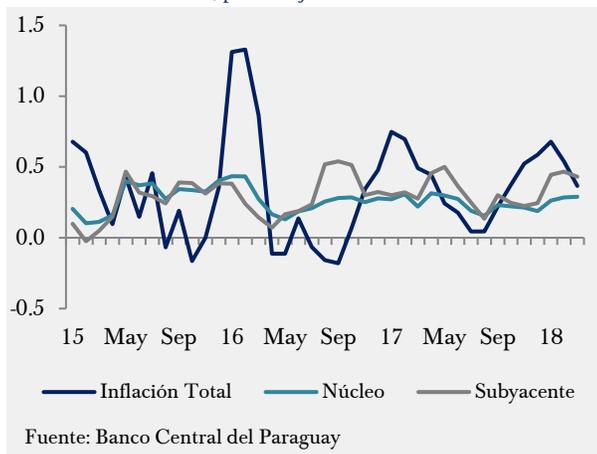
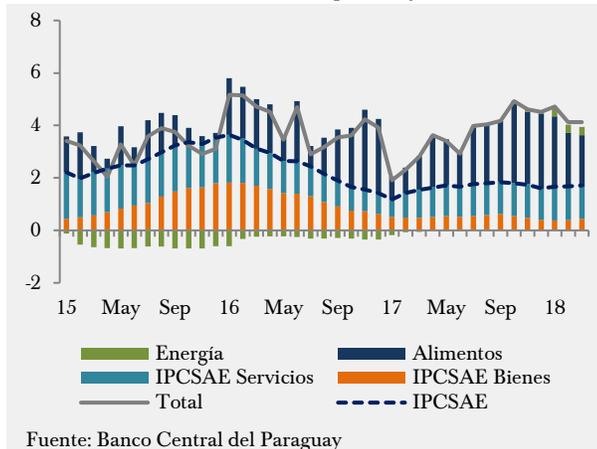


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Asimismo, en términos mensuales, la inflación promedio entre enero y marzo del corriente fue 0,4%, por debajo del 0,6% observado entre octubre y diciembre del 2017, y también inferior a lo registrado en el primer trimestre del año anterior (0,5%). Por su parte, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas del 0,3% y 0,4% respectivamente (0,2% para ambos indicadores en el último trimestre del 2017) (gráfico III.11).

La variación de precios durante el primer trimestre del año 2018 se caracterizó por incrementos en los precios de los bienes y servicios relacionados a la educación y la salud. Asimismo, se observaron aumentos de precios de productos derivados del petróleo por los aumentos de la cotización del crudo en el mercado internacional. Esta suba de los combustibles también incidió en el incremento de algunos servicios, especialmente ligados al transporte de pasajeros.

Por otro lado, se observaron disminuciones de precios de los bienes alimenticios, como así también de los bienes duraderos que fueron afectados favorablemente por la apreciación de la moneda local respecto al dólar durante el primer trimestre.

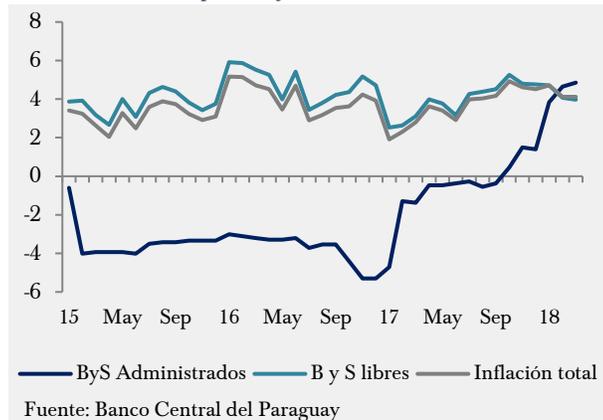
El IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el primer periodo (enero - marzo) promedió una tasa interanual de 2,8%, inferior al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,9%. El comportamiento está explicado por la disminución observada en el IPCSAE bienes, cuya tasa de variación interanual en promedio descendió del 2% en el cuarto trimestre del año pasado a 1,7% en el periodo de referencia actual. Esto como consecuencia de la baja de precios de aquellos bienes de origen importado relacionados al tipo de cambio guaraní/dólar. Por su parte, los servicios, en promedio, mostraron una tasa de variación interanual del 3,5% entre enero y marzo, levemente superior al 3,4% observado entre octubre y diciembre de 2017 (gráfico III.12).

Si bien el resultado inflacionario del primer trimestre del año 2018 estuvo caracterizado por incrementos en los precios de bienes y servicios relacionados a la educación y a la salud, como así también por las subas en los productos derivados del petróleo (gas licuado, naftas y gasoil) y del precio del pasaje urbano e interurbano, también se observaron disminuciones de precios de los bienes duraderos debido a la apreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano registrada durante el periodo de análisis.

Gráfico III.13

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



Por su parte, los alimentos en el periodo enero-marzo registraron en promedio leves disminuciones, observándose bajas principalmente en los rubros volátiles de la canasta. A su vez, se destacan leves reducciones de precios en carne de aves, aceites, y azúcar. Sin embargo, se observaron incrementos de precios en distintos cortes de carne vacuna, afectados por factores climáticos adversos que redujeron la oferta, así como también el inicio del periodo de vacunación anti aftosa en el mes de enero, lo que limitó la oferta de ganado para la faena.

Los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de 4,5%, mayor al 1,1% observado en el último trimestre del año 2017, debido al reajuste en el precio del gasoil y del pasaje urbano e interurbano. Por su parte, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 4,3% (4,9% en el cuarto trimestre del 2017) (gráfico III.13).

Gráfico III.14

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



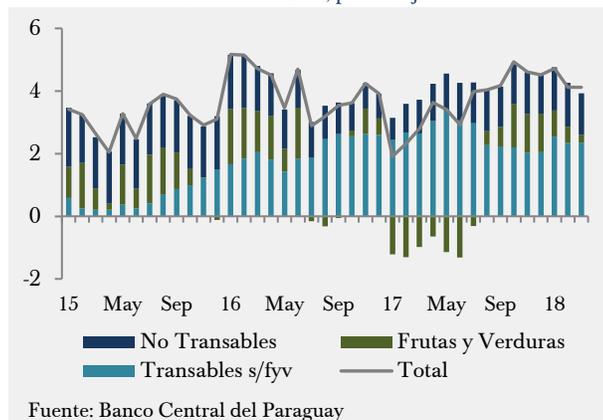
Entre los bienes no transables, se destacan los incrementos de precios en educación debido al inicio del periodo escolar, gastos en salud, alquileres, pasaje aéreo, paquetes turísticos al exterior e interior, servicio de mantenimiento de vehículos, alimentos consumidos fuera del hogar, y servicio de cuidado personal, entre otros. (gráfico III.14) (gráfico III.15).

En cuanto a los precios de los bienes durables, en el trimestre entre enero y marzo, mostraron una leve caída (promedio mensual), especialmente en aquellos de origen importado, cuyo comportamiento está estrechamente relacionado con la apreciación del tipo de cambio nominal, guaraní respecto al dólar norteamericano. No obstante, sigue ubicándose por encima de los niveles observados en el primer trimestre del 2017 (gráfico III.16).

Gráfico III.15

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

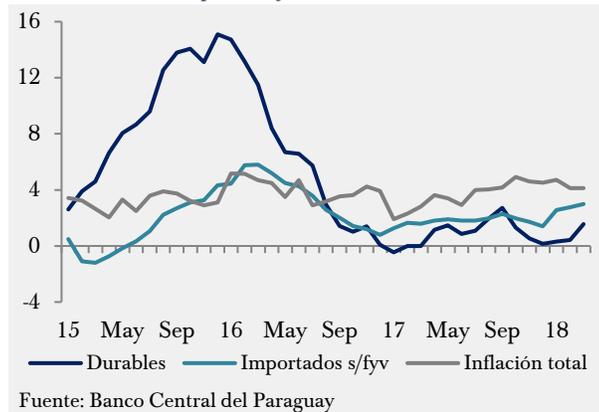


Con respecto a los bienes derivados del petróleo, durante el primer trimestre, el alza que ha tenido la cotización del crudo en los últimos meses del año anterior e inicios del presente año, llevó a un aumento de los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico, apuntándose subas en los precios de las naftas, gas licuado de uso doméstico y gasoil³, presionando este último ajuste el incremento del precio de pasaje urbano⁴ e interurbano.

³ Decreto N° 8370/2018. Presidencia de la República del Paraguay.

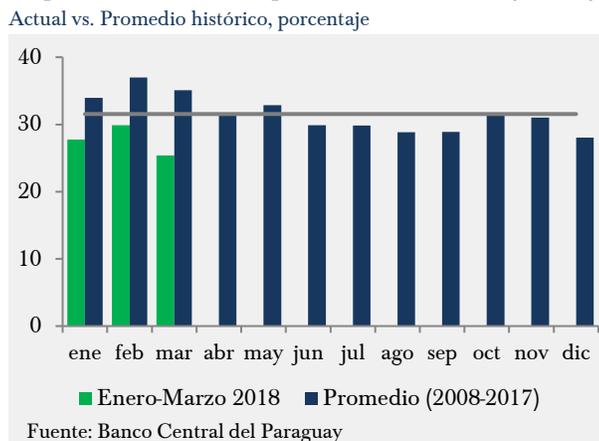
⁴ Decreto N° 8371/2018 Presidencia de la República del Paraguay.

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



Por otra parte, los incrementos de precios observados en el primer trimestre del año estuvieron concentrados en unos pocos productos de la canasta. Así, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió 27,7% en este periodo, por debajo del promedio histórico del trimestre (35,1%) (gráfico III.17).

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



Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en términos mensuales, en febrero de este año, la variación fue -0,4%, inferior a la variación promedio mensual observada en el cuarto trimestre (-0,2%), explicado principalmente por la disminución de los precios internacionales del arroz, aceite y azúcar. Por su parte, la variación interanual promedio en este lapso fue -1,5%, por debajo del 2,8% observado entre octubre y diciembre del año 2017 (gráfico III.18).

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



Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de marzo, se ubican en 4,3% para el cierre del año 2018. Asimismo, tanto para el 2019, como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes prevén una inflación anual del 4%, en línea con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Respecto al último IPoM, las principales economías avanzadas como emergentes han revisado al alza sus estimaciones de crecimiento. En la región, Brasil también revisó al alza. Sin embargo, las proyecciones de Argentina fueron corregidas a la baja, debido principalmente a una sequía. En cuanto a la inflación, se esperan tasas más altas en las economías avanzadas, mientras que se prevé una inflación más baja en Brasil y una más alta en Argentina.

Desde el último IPoM publicado en diciembre, las previsiones de crecimiento a nivel mundial para el 2018 y el 2019 fueron revisadas al alza en 0,1 p.p. para ambos años. Así, el crecimiento del PIB mundial sería de 3,8% y 3,7% en 2018 y 2019, respectivamente (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones se encuentran en 2,8% para el año 2018 por encima de los pronosticado anteriormente (2,5%) y se estima un crecimiento de 2,4% en 2019, también superior al 2,1% previsto en el IPoM anterior. Asimismo, las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas al alza de 2,1% a 2,4% para 2018 y de 1,8% a 2,0% para 2019.

Las estimaciones para China presentan una revisión marginal al alza para 2018, con lo que la tasa de crecimiento del PIB pasaría de 6,4% a 6,5% en 2018 y se mantendría en 6,2% para 2019.

En la región, las perspectivas para Brasil han mejorado en 0,2 p.p. para 2018 y 2019 respecto del IPoM de diciembre (2,7% en ambos años). Por su parte, para la economía argentina se prevé un crecimiento de 2,8% para este año; 0,4 p.p. por debajo de las estimaciones anteriores; y una leve revisión al alza en su proyección de crecimiento para el 2019, de 3,1% a 3,2%. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur se mantienen en el mismo nivel para el 2018 y fueron revisadas al alza para el año siguiente en 0,2 p.p. Por su parte, el crecimiento de los socios comerciales presenta una revisión al alza tanto para el 2018 como el 2019 respecto a lo previsto en el IPoM anterior (tabla IV.1).

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

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

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

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

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,0	4,3	4,5
Demanda Interna	2,3	6,1	5,0
Formación bruta de capital	6,4	11,5	5,1
Formación bruta de capital fijo	7,9	11,5	4,8
Consumo total	1,2	4,6	5,0
Consumo privado	1,7	5,0	4,8
Consumo público	-2,8	1,5	6,3
Exportaciones de bienes y servicios	2,7	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-0,7	10,5	6,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,5	-1,3	-1,6
FBKF (% del PIB nominal)	17,7	19,0	19,4
FBKF (% del PIB real)	19,4	20,7	20,8

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se prevé una mayor tasa respecto a la prevista en el anterior informe. Al respecto, se espera que este año se ubique en 2,4% (2,1% IPoM anterior) y se reduzca para el 2019 (2,1% anual). En la Eurozona, la inflación prevista presentó un leve aumento, ubicándose en 1,5% anual en 2018, 0,1 p.p. por encima de lo estimado en el IPoM anterior. Para el 2019 también se prevé la misma tasa de 1,5%.

En la región, de nuevo, se redujo la expectativa de cierre de la inflación de este año para Brasil. Así, la inflación esperada es de 3,7% anual en el 2018 (4,0% en el IPoM anterior). Para el 2019 se estima un aumento de la inflación con respecto al año 2018 (4,2%). Por otro lado, las estimaciones de inflación para Argentina fueron corregidas de nuevo al alza para el 2018. Estas indican que este año cerraría con una inflación de 20% (16,9% IPoM de diciembre), mientras que, para el próximo año, se prevé un menor nivel de inflación en torno a 14,3%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 1,9% en promedio en 2018, levemente superior a lo previsto en el IPoM anterior (1,7%). Para 2019, el rendimiento estimado es 2,625%. Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, los pronósticos se ubican, en promedio, en 2,975% anual en 2018 (2,775% IPoM de diciembre), previéndose un aumento gradual durante el 2019 que lo ubicaría en 3,425% anual, en promedio.

En cuanto al escenario base doméstico, la proyección del PIB para el 2018 se mantiene en 4,5%, aunque se ha realizado una recomposición intrasectorial, teniendo en cuenta la evolución reciente y prevista de los distintos sectores económicos. Por el lado de la oferta, las correcciones a la baja más importantes se registraron en ganadería y construcción, mientras que las estimaciones de expansión de comercio, manufactura y agricultura fueron ajustadas mínimamente. Estas disminuciones fueron compensadas por una previsión más alta para el crecimiento del sector terciario (gobierno general, comunicaciones y otros servicios) y del sector de electricidad y agua (tabla IV.2). Por el lado del gasto, se revisó al alza la proyección de crecimiento del consumo de gobierno, en tanto que la de la inversión se corrigió a la baja

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

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

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

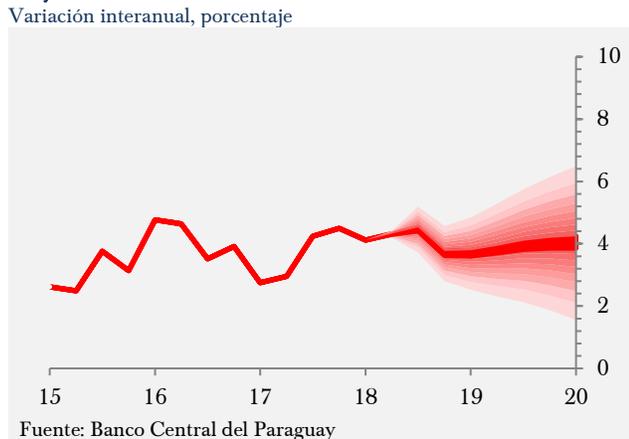
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



(tabla IV.3). Tras estos cambios, la expansión del 4,5% del PIB seguirá siendo explicado en gran medida por los sectores terciario y secundario (oferta) y la demanda interna (gasto).

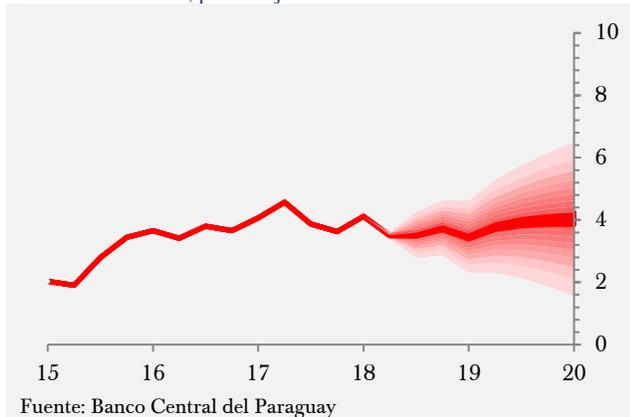
Con relación a la inflación proyectada, en el escenario base se prevé una tasa de 3,7% para fines del 2018, levemente por debajo de lo pronosticado en el anterior IPoM (3,9%). Este cambio se debió principalmente a que la inflación observada del primer trimestre se ubicó por debajo de lo previsto, explicado en parte por la reversión de los precios de algunos productos alimenticios (frutihortícolas) que se había incrementado significativamente hacia finales del año pasado. Adicionalmente, el tipo de cambio se ubicó por debajo de lo esperado. Esto último también contribuyó a la disminución en la proyección de la inflación subyacente, la cual se redujo de 3,9% a 3,8% (tabla IV.4). Posteriormente, a partir del 2019, la inflación se mantendrá cercana al 4% hasta el horizonte de política monetaria (primer trimestre del 2020), trayectoria condicional a la evolución más probable de las variables macroeconómicas internas y externas relevantes para los precios domésticos (gráficos IV.1 y IV.2)

Escenarios de Riesgo

El escenario base refleja aquellos factores y eventos con una probabilidad de ocurrencia más elevada. Sin embargo, existen otros riesgos que podrían desviar a la inflación doméstica de su trayectoria esperada, dada alguna modificación en el ámbito macroeconómico interno y externo.

En el contexto internacional, los indicadores de corto plazo de las principales economías avanzadas han seguido evolucionando con firmeza desde el último informe, y se espera que el impulso fiscal de Estados Unidos contribuya aún más a la demanda mundial en el corto plazo. En este contexto, la Reserva Federal decidió incrementar nuevamente el rango referencial de tasas de interés, que hasta el momento no ha tenido un impacto notorio en el valor del dólar en los mercados internacionales, como así también en la región. Sin embargo, los riesgos a la baja para las perspectivas de la economía global se han intensificado recientemente, con el anuncio de aranceles por parte de Estados Unidos a los productos de China y viceversa. A priori, los efectos negativos que podrían derivarse de esta

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



disputa comercial serían relativamente limitados para Paraguay, toda vez que la situación no se profundice y/o amplifique a una escala global.

En la Eurozona, la actividad económica y el mercado laboral han mantenido un comportamiento sólido en los últimos meses. Algunos riesgos derivados del ámbito político han emergido tras las elecciones en Italia, por su potencial efecto sobre el proceso de integración del bloque. Adicionalmente, persiste la incertidumbre en torno a las futuras relaciones comerciales luego del *Brexit*.

En China, si bien la economía mantuvo una expansión robusta en los primeros meses, se prevé una moderación en el transcurso del año, en parte, explicada por la orientación más prudente de la política monetaria, como así también por las medidas tendientes a reducir los riesgos derivados del elevado apalancamiento financiero. Adicionalmente, la amenaza de una guerra comercial con Estados Unidos representa también un riesgo a la baja para la economía China. En el corto plazo, los efectos de esta disputa comercial sobre los precios de los *commodities* (relevantes para Paraguay) son difíciles de anticipar con precisión, mientras que, en el largo plazo, una desaceleración más acentuada de una economía grande como China podría tener implicancias desfavorables sobre estos precios. No obstante, en los últimos días la incertidumbre respecto una “guerra comercial” se ha atenuado.

En la región, Brasil ha seguido mostrando señales de recuperación, aunque los últimos datos observados del 2018 se han situado por debajo de lo previsto. El entorno político (año electoral) es actualmente una fuente de incertidumbre respecto a la concreción de la agenda de reformas propuesta por el gobierno, principalmente las de orden fiscal. En este contexto, el real brasilero se ha debilitado con respecto al dólar. A pesar de esto, las perspectivas continúan siendo relativamente favorables, lo cual puede seguir favoreciendo el comercio fronterizo de Paraguay, aunque debe señalarse que la depreciación del real puede atenuar, en parte, ese efecto positivo.

En cuanto a Argentina, los signos de mejora de su economía continuaron observándose en los primeros meses del 2018, y la revisión a la baja en sus proyecciones se debió a un factor exógeno puntual (sequía). Sin embargo, la reducción de la inflación permanece como un desafío importante para

el gobierno. La variación de precios repuntó recientemente, explicada en gran medida por el aumento de algunos precios regulados y la depreciación del peso. Se prevé una moderación en los próximos meses, aunque al cierre del año se ubicaría nuevamente por encima del objetivo propuesto, que incluso fue ajustado al alza para el 2018. En cuanto a Paraguay, la inflación elevada podría seguir estimulando el flujo de argentinos que realizan compras en las ciudades fronterizas (en Paraguay), aunque la reciente depreciación del peso puede atenuar el impacto sobre el diferencial de precios.

En el plano local, el principal factor de riesgo que se ha venido señalando guarda relación con la evolución futura del tipo de cambio. Hasta el momento, el dólar no ha mostrado una tendencia clara en los mercados internacionales, tras los últimos ajustes de tasas de interés de la Reserva Federal. Por el contrario, el guaraní incluso se ha apreciado recientemente respecto al dólar. Para adelante, tampoco se avizora un fortalecimiento importante de la moneda estadounidense, lo cual puede ser el reflejo de la mayor incertidumbre, tanto con respecto a los efectos de la disputa comercial, como así también por las preocupaciones en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas de Estados Unidos, entre otros factores.

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

Recuadro I: Posibles implicancias de las recientes medidas proteccionistas de Estados Unidos y China

Introducción

Desde mediados del 2016, la economía global ha tomado mayor impulso y al mismo tiempo una mayor sincronización, abarcando a las principales economías, tanto avanzadas como emergentes. En este escenario, uno de los riesgos que se ha venido señalando constantemente con respecto a las perspectivas de mediano plazo era la posible vuelta hacia las políticas proteccionistas y/o aislacionistas, que ya se había iniciado moderadamente luego de la crisis financiera internacional del 2008, pero que se profundizó en los últimos años y, más recientemente, con las medidas anunciadas por el gobierno de Estados Unidos y la respuesta de China en un tenor similar.

El objetivo de este apartado es hacer una breve revisión de la literatura y al mismo tiempo identificar algunos de los potenciales canales a través de los cuales la economía paraguaya podría ser afectada.

Libre comercio vs. Proteccionismo

El comercio ha sido considerado como un medio a través del cual se puede aumentar el crecimiento potencial de un país. El comercio internacional puede afectar positivamente la productividad (WEO octubre 2016), dado que las importaciones incrementan la competencia para las empresas locales, como así también, puede aumentar la variedad y calidad de los bienes intermedios para la producción local. Además, los exportadores pueden aprender de sus actividades en mercados extranjeros, directa o indirectamente.

Por su parte, las trabas al libre comercio (i.e. aumento de los aranceles) pueden afectar negativamente a una economía de diversas maneras. Los costos de los bienes importados tienden a aumentar, lo que a su vez afectaría a los precios al consumidor (directa y/o indirectamente), generando también implicancias para la política monetaria. El proteccionismo también reduce los incentivos para la eficiencia, dado que disminuye la competencia. Otro probable efecto puede ser la apreciación de la moneda, dado que, al limitar la

demanda de importaciones, también se demandaría menos de la moneda del país exportador. Pero a su vez, esta apreciación podría limitar las exportaciones del país “proteccionista”, con lo cual la balanza comercial, que en principio mejoraría, tendería a regresar hacia sus niveles anteriores (Lawrence, 2018). Por otro lado, esta apreciación atenuaría las presiones sobre los precios internos.

En el año 2016, el FMI (WEO octubre 2016) había estimado el potencial impacto de un aumento del proteccionismo a nivel mundial, en el que se supone un incremento de las barreras arancelarias y no arancelarias durante un periodo de tres años, lo que resultaría en un aumento de 10% en los precios de importación en todo el mundo. El mayor costo de los bienes comerciados reduciría el producto mundial en 1,75% después de cinco años y 2% a largo plazo. Asimismo, el consumo se reduciría a una tasa similar, mientras que la caída de la inversión sería mayor. Por su parte, la retracción de las importaciones y las exportaciones estaría en el orden del 15% después de 5 años y 16% en el largo plazo.

Este “nuevo proteccionismo” pareciera ser el resultado del creciente convencimiento de que los beneficios de la mayor integración (comercial y financiera) han sido repartidos desigualmente (WEO abril 2017). A partir de allí, los grupos que han perdido en este proceso han incrementado sus demandas hacia una mayor protección de la producción y del empleo nacional. Los vínculos entre la globalización y la desigualdad son complejos, y hasta hoy día siguen siendo motivo de un intenso debate. La participación del trabajo en el ingreso nacional se ha reducido en las últimas décadas y al mismo tiempo ha sido acompañado por un aumento de la desigualdad de los ingresos, lo que evidentemente ha alimentado la oposición a la integración económica. No obstante, hay un amplio consenso, de que a pesar de los costos que tuvieron que absorber algunas industrias (y trabajadores), las economías (avanzadas y emergentes) se han beneficiado de la mayor apertura comercial y financiera.

Actualmente, las opiniones apuntan a que el proceso de integración debe seguir avanzando, pero al mismo tiempo con el apoyo de políticas que contribuyan a minimizar los efectos negativos sobre los sectores afectados.

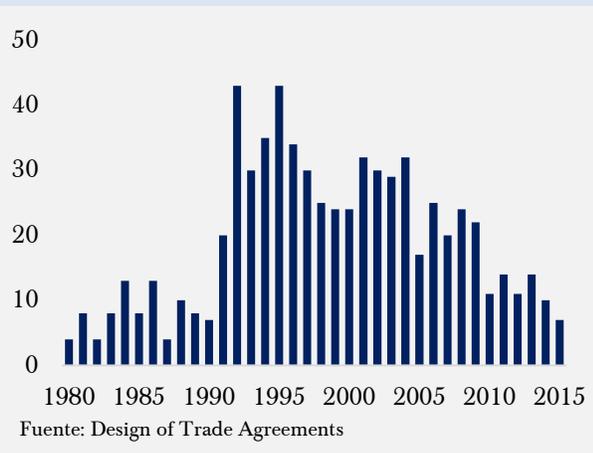
El resurgimiento del proteccionismo

La tendencia hacia la mayor integración se enfrió desde mediados de la década pasada, en particular, tras el fracaso de las negociaciones de la Ronda de Doha en el 2006 por la falta de acuerdo con relación a las subvenciones agrícolas.

Adicionalmente, el estallido de la crisis financiera en el 2008 contribuyó a reducir al mínimo las posibilidades de reavivar las negociaciones. Por el contrario, la crisis alimentó el giro hacia plataformas de políticas orientadas hacia lo “nacional” con el fin de proteger a las industrias y trabajadores locales. Posterior a la crisis, el número de tratados de libre comercio ha sido cada vez menor (Gráfico I).

Gráfico I

Tratado de libre comercio por año de celebración



Según el *Centre for Economic Policy Research*, desde el 2008 (al 2016) se han establecido 636 medidas comerciales discriminatorias en Estados Unidos. En esa misma línea, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés) estima que más de 1.200 medidas discriminatorias han sido implementadas desde el 2009 al 2016 en los países del G20 (Desjardins, 2017). En este periodo (desde la crisis), el comercio internacional no ha tenido el mismo dinamismo que antes. Este comportamiento, además de haber estado explicado por la desaceleración de la

economía global, también pudo haber respondido a mayores restricciones al comercio (Gráfico II).

Gráfico II

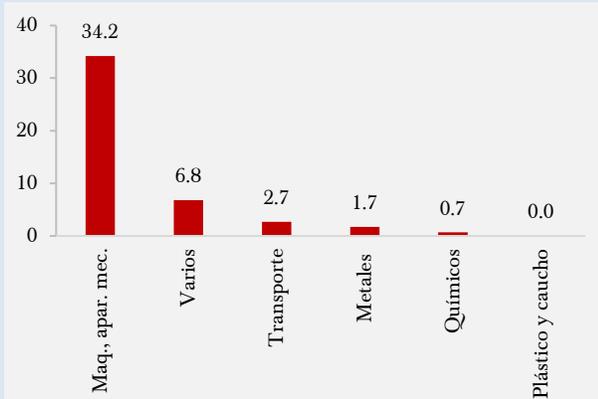
Comercio Mundial (promedio de import. y export.)
Variación anual (porcentaje)



En Estados Unidos la tendencia persistió e incluso se agudizó con la Administración Trump. En primer lugar, el gobierno decidió no ratificar el Acuerdo Transpacífico (TPP, por sus siglas en inglés), a lo que se sumó los planes de renegociar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA por sus siglas en inglés).

Más recientemente, en marzo, anunció la imposición de aranceles a la importación de acero (25%) y aluminio (10%), especialmente los provenientes de China. Por otro lado, en el mes de abril, la nueva administración realizó una propuesta para extender la lista a unos 1.300 productos chinos que serán arancelados a una tasa de 25%, entre ellos maquinarias, aparatos mecánicos, equipos eléctricos (televisores, máquinas de impresión), manufacturas diversas, equipos de transporte (automóviles), entre otros (gráfico III). El importe de los productos que serán sujeto al arancel se sitúa en torno a 46 mil millones de dólares de las importaciones realizadas por Estados Unidos de China en el 2017, que representa menos del 10% de las exportaciones totales de China a Estados Unidos (506 mil millones de dólares) (Bown, 2018).

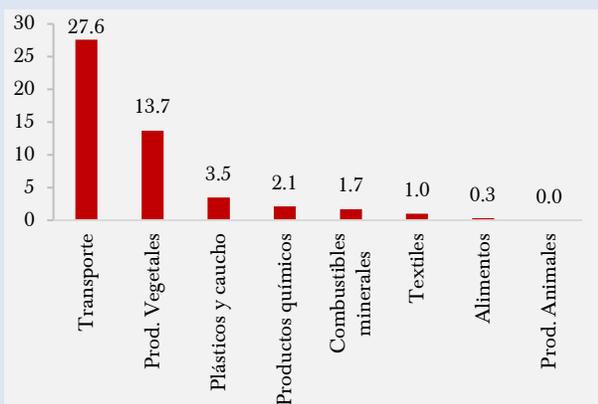
Gráfico III
Importaciones de EE.UU. desde China sujetas a la propuesta
Miles de millones de dólares



Fuente: Peterson Institute for International Economics

Como respuesta, el Gobierno Chino también anunció la imposición de aranceles sobre 106 artículos estadounidenses, que incluye principalmente equipos de transporte (aviones, autos y barcos), vegetales (soja) y plásticos y caucho (Gráfico IV). Hasta el momento, los anuncios no pasan de ser amenazas, cuya concreción se irá dilucidando en los próximos meses. El monto de los productos que serán cubiertos por la tarifa de 25% se ubica en torno a los 50 mil millones de dólares, cerca de 38% del total exportado por Estados Unidos a China en el 2017 (130 mil millones de dólares).

Gráfico IV
Exportaciones de EE.UU. a China en 2017 sujetas a represalias arancelarias de China
Miles de millones de dólares

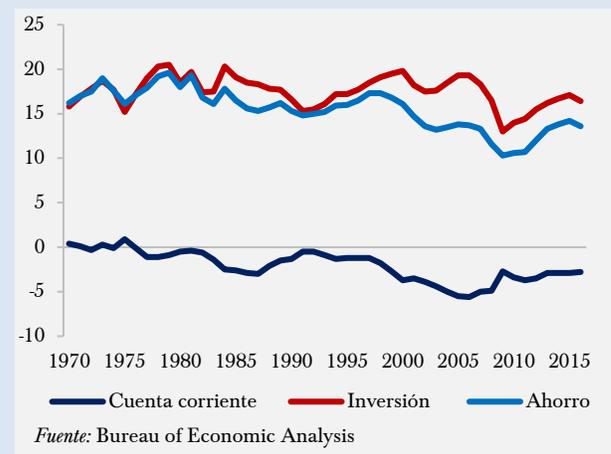


Fuente: Peterson Institute for International Economics

Uno de los principales argumentos para la adopción de estas medidas por parte de Estados Unidos es que el país ha perdido con la política comercial de los

gobiernos anteriores, tomando como referencia el estado deficitario de la balanza comercial y/o cuenta corriente, principalmente con China. Sin embargo, esta suposición no considera que el resultado de la cuenta corriente es una variable endógena y, por lo tanto, la respuesta debe buscarse en los determinantes fundamentales del ahorro y de la inversión en Estados Unidos. En este contexto, el gráfico V, muestra que la reducción del ahorro es una de las principales causas del déficit en cuenta corriente en Estados Unidos y, consecuentemente, el camino adecuado para reducirlo es a través de políticas que promuevan el ahorro (público o privado). Por su parte, la reforma tributaria tendería a reducir el ahorro público y aumentar la inversión, con lo cual, el déficit en cuenta corriente en lugar de reducirse podría incluso aumentar (Lawrence, 2018).

Gráfico V
Cuenta corriente, ahorro e inversión bruta de EE.UU.
Porcentaje del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis

La disputa comercial está concentrada entre Estados Unidos y China, sin embargo, dada la magnitud de estos países, las repercusiones que puede tener son de interés global.

Posibles implicancias sobre la economía local

En cuanto a Paraguay, el vínculo comercial que tiene con Estados Unidos es relativamente bajo (1% de las exportaciones totales). Además, el objetivo de la medida es otro país (China) y, por lo tanto, no puede haber un efecto sobre Paraguay de manera directa. Sin embargo, teniendo en cuenta que es una economía pequeña y abierta, es probable algún efecto indirecto.

En primer lugar, una “guerra comercial” de esta naturaleza puede afectar negativamente la dinámica de la economía global, ya sea por la mayor incertidumbre en el corto plazo, como así también por el impacto que puede tener sobre la productividad de los países a largo plazo. En este escenario, la demanda externa para los países exportadores también perdería impulso. Por este lado, tampoco podría observarse un efecto, dado que las exportaciones de Paraguay, en particular *commodities*, se estarían enfrentando a una demanda “totalmente” elástica, a un precio fijado en los mercados internacionales. De hecho, en el corto plazo, si China reorienta su demanda de soja hacia otros mercados (i.e. Brasil), alguna implicancia positiva podría tener para las exportaciones de soja de Paraguay.

Teniendo en cuenta que el objetivo principal de las medidas proteccionistas es China, la perspectiva de una probable desaceleración (o mayor desaceleración a la prevista actualmente) de esta economía podría influir negativamente en los precios de los *commodities* en el mediano plazo, afectando por esta vía a los principales exportadores de estos rubros, entre ellos a Paraguay. Sin embargo, en el corto plazo, es difícil anticipar cuáles serían los efectos sobre los precios de las materias primas, teniendo en cuenta la incertidumbre asociada a la resolución de esta disputa comercial, que en principio alteró los mercados internacionales, pero que en los últimos días se ha calmado nuevamente.

Adicionalmente, otro canal podría ser el tipo de cambio. En el contexto actual de mayor proteccionismo de Estados Unidos, conjuntamente con una posición fiscal que se volvería más laxa que conllevaría una política monetaria menos expansiva, es más probable un fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales. No obstante, hasta el momento el dólar ha tomado un camino distinto y la trayectoria en los meses siguientes sigue siendo incierta, teniendo en cuenta que depende de múltiples factores que pueden estar ejerciendo una fuerza en la dirección opuesta a la de las condiciones monetarias, como por ejemplo la incertidumbre respecto al desenlace de esta disputa comercial, la sostenibilidad de las finanzas públicas de Estados Unidos, entre otros.

En concreto, el principal efecto que se está observando en el corto plazo es una mayor incertidumbre, lo que se

reflejó en la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales en los primeros días tras el anuncio, pero que últimamente se ha moderado nuevamente, aunque permanece latente.

Referencias

Bown P. Chad (2018). “More than soybeans: Trump’s section 301 tariffs and China’s Response”. Peterson Institute for International Economics (2017).

Desjardins (2017). “Protectionism: a brake on economic growth”.

International Monetary Fund. “World Economic Outlook (WEO), April 2017: Gaining Momentum?”.

International Monetary Fund. “World Economic Outlook (WEO), October 2016: Subdued Demand: Symptoms and Remedies.”.

Lawrence Robert Z. (2018). “Five reasons why the focus on trade deficits is misleading”.

Recuadro II: Perspectivas del escenario externo relevante para Paraguay

Introducción

Paraguay, como una economía pequeña y abierta, está expuesta a los *shocks* externos, y por lo tanto, es siempre relevante hacer un monitoreo de la situación actual y de las perspectivas de la economía global, de los socios comerciales, de los precios de los *commodities* y de las condiciones financieras internacionales. En ese sentido, este apartado tiene por objeto presentar la evolución y los pronósticos de las variables externas que en cierta medida son relevantes para la dinámica de la economía local.

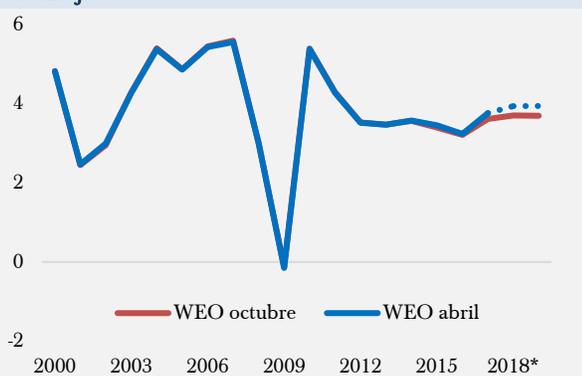
Contexto global

A nivel internacional, los indicadores económicos han seguido mostrando un impulso importante, tanto en las economías avanzadas como emergentes. En el 2017, el crecimiento global se ubicó en 3,8%, por encima de lo que se había previsto anteriormente.

Asimismo, en lo que va del 2018, el contexto internacional ha ido mejorando conduciendo a revisiones al alza en las previsiones de crecimiento económico para este año y el próximo. En tal sentido, el FMI en abril proyectó un crecimiento del PIB mundial en torno a 3,94% para los años 2018 y 2019, 0,25 puntos porcentuales por encima de las proyecciones de octubre 2017 (gráfico I). Este mayor crecimiento se respalda en el optimismo del mercado, condiciones financieras acomodaticias y la política fiscal expansiva de los Estados Unidos.

Gráfico I

Crecimiento económico mundial
Porcentaje



Fuente: FMI.

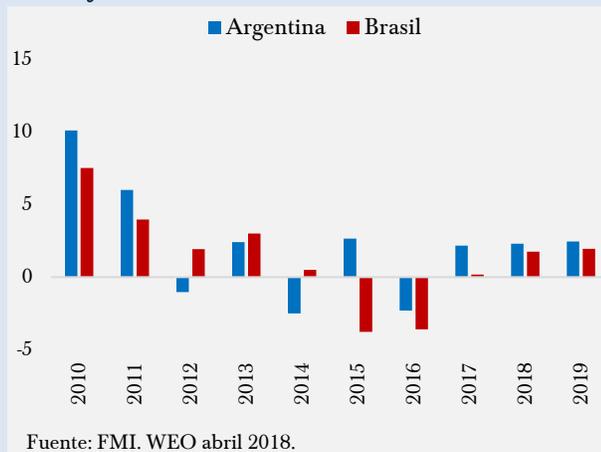
Contexto regional

La recuperación de la actividad económica de las principales economías de la región se ha ido afianzando. En particular, en Brasil dicha recuperación se ha producido a un ritmo mayor al esperado, después de dos años de contracción significativa. La expansión del consumo ha sido uno de los principales determinantes del crecimiento. Para el 2018 y 2019 las perspectivas de crecimiento siguen siendo alentadoras. Contribuiría en forma importante el escenario global optimista y el impulso esperado por el lado de la inversión, además del consumo. Las estimaciones del FMI (WEO abril 2018) para la economía de Brasil señalan un crecimiento del PIB de 2,3% para este año y 2,5% para el 2019, tasas superiores a los pronósticos anteriores.

A pesar del buen desempeño de la actividad económica en el periodo reciente, la incertidumbre en el ámbito político se mantiene y se espera aumente conforme se acerquen las elecciones presidenciales de octubre. En este contexto, también persiste la incertidumbre en cuanto a las reformas que deben ser concretadas para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En Argentina, la actividad económica también ha evolucionado favorablemente, aunque un factor puntual (sequía) influyó en la corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento del 2018 (de 2,5% a 2%). Para el 2019, las perspectivas son más favorables (3,2%). La inflación, por su parte, permanece en niveles altos, aunque recientemente se ha avanzado en algunos acuerdos salariales fijados a tasas de inflación en línea con la meta del 15%. Por otro lado, persiste la necesidad de mayores ajustes en el área fiscal, si bien los resultados logrados recientemente con respecto al déficit primario son alentadores.

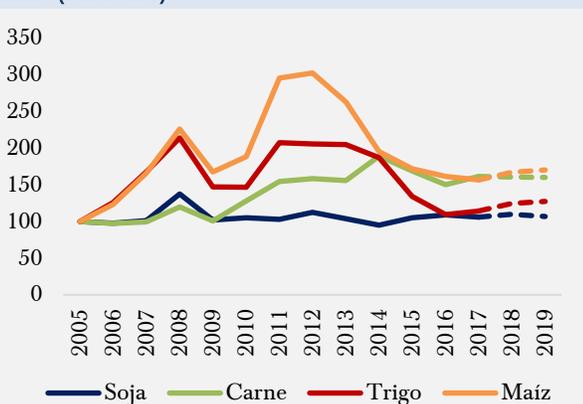
Gráfico II
Crecimiento del PIB de Argentina y Brasil
Porcentaje



Precios de *commodities*

Paraguay es exportador de *commodities* agrícolas, y como tal está expuesto a los cambios en los precios internacionales de estos productos. En los últimos años, estos precios han registrado una caída significativa por lo que representaron un menor ingreso de divisas al país. No obstante, la economía ha seguido expandiéndose, impulsada por el dinamismo de otros sectores, como la construcción, la industria y los servicios. Durante el 2017, los precios de *commodities* de exportación presentaron cierta recuperación respecto de lo observado el año anterior (gráfico II). Este comportamiento se ha debido, en parte, a las mejores perspectivas económicas a nivel mundial.

Gráfico III
Precios de los principales *commodities* exportados
Índice (2005=100)

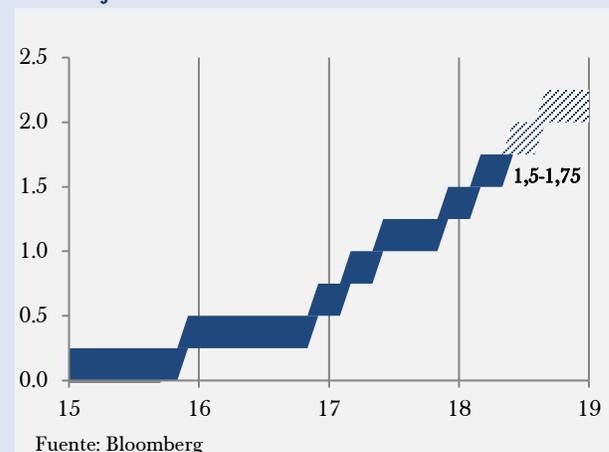


Para los años 2018 y 2019 se espera que los precios de los principales *commodities* de exportación se mantengan relativamente estables, con ligeros aumentos en el caso del maíz y el trigo.

Condiciones financieras internacionales

Durante el 2017, la Reserva Federal estadounidense continuó con el alza gradual de las tasas de interés de fondos federales e inició el proceso de normalización de hoja de balance en octubre. En marzo 2018 tuvo lugar un nuevo aumento y se esperan subidas adicionales durante los próximos meses. Dichos ajustes estarían basados en la evolución observada y esperada del mercado laboral y de la inflación. La expectativa de incremento de dichas tasas podría ejercer alguna presión a la baja sobre la moneda local, sin embargo, hasta el momento las últimas subas no han provocado un fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales o en la región. Aún, en el caso que esto sucediera, es conveniente recordar que, dado el carácter global, no sólo afectaría al guaraní, sino también a las monedas de los socios comerciales y, en ese sentido, el efecto que pueda tener sobre el tipo de cambio real multilateral de Paraguay será atenuado en gran medida.

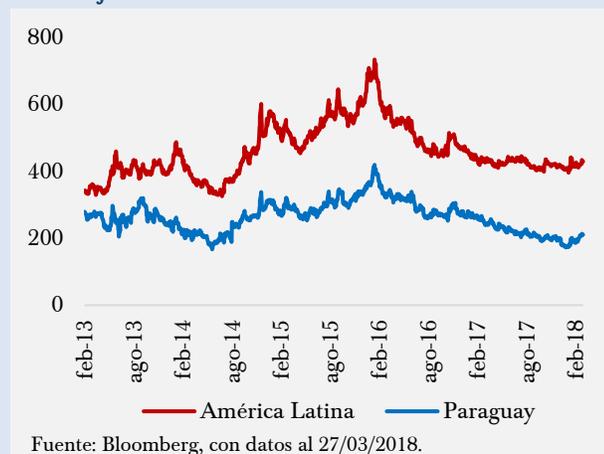
Gráfico IV
Tasa de fondos federales
Porcentaje.



Por su parte, el Banco Central Europeo ha comenzado a recortar paulatinamente las compras de activos, mientras que el Consejo ha anunciado que espera mantener las tasas de interés en los niveles actuales durante un prolongado periodo de tiempo.

A pesar de que las condiciones financieras se han vuelto más restrictivas, siguen siendo relativamente favorables, teniendo en cuenta los niveles históricos. Además, en el caso de Paraguay, los buenos fundamentos macroeconómicos han contribuido a reducir la percepción de riesgo sobre la economía (EMBI), lo cual evidentemente atenúa, en parte, el efecto del incremento de las tasas de interés de referencia global.

Gráfico V
EMBI
Porcentaje



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 2018



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay