



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO  
2019



**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

[www.bcp.gov.py](http://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	25
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	33
Recuadro I	39
Análisis de la evolución reciente de la actividad económica	
Recuadro II	44
Análisis del Costo de la Política Monetaria	
Glosario	47

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 12 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 la última publicación del IPoM, en el contexto internacional, la actividad económica global ha seguido mostrando signos de moderación, tanto entre las principales economías avanzadas, como así también entre las emergentes. Los factores de riesgo que daban señales de alerta al cierre de 2018, como las tensiones comerciales y el endurecimiento de las condiciones financieras, si bien siguen latentes, se han atenuado en los últimos meses por el avance satisfactorio en las negociaciones entre Estados Unidos y China, y la orientación más conservadora de la Reserva Federal. Por su parte, en la región, el escenario económico permanece complejo, particularmente en Argentina, mientras que, en Brasil, la recuperación se ha tornado más lenta y persisten desafíos importantes para impulsar un crecimiento sólido en el mediano plazo.

En Estados Unidos, la actividad económica ha mantenido un buen dinamismo, aunque a un ritmo menor que el observado en los trimestres previos. El PIB se desaceleró en el cuarto trimestre del año, comportamiento que se atribuye a los efectos que tuvieron en la demanda las tensiones comerciales con China y el desvanecimiento del estímulo fiscal y, por el lado de la oferta, el panorama menos favorable para la agricultura. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad han revelado un desempeño similar en el primer trimestre del año. El PMI manufacturero se ha mantenido en zona de expansión, aunque mostrando una dinámica más débil, en tanto que el mercado laboral ha continuado exhibiendo tasas de desempleo históricamente bajas. En ese contexto, las perspectivas de crecimiento para este año se han recortado con respecto a las presentadas en el informe anterior. En cuanto a los precios, las distintas medidas de inflación se han ubicado en niveles inferiores a los previstos, cercanos al objetivo de mediano plazo (2%). Por su parte, la Reserva Federal considerando toda la información relevante sobre la situación económica de Estados Unidos y el desempeño económico y financiero global, ha mantenido sin variación el rango de la tasa de interés de política monetaria en las reuniones realizadas este año y ha anunciado que a lo largo del 2019 será más paciente en la decisión sobre los futuros ajustes de su tasa referencial.

En la zona euro, la actividad económica ha continuado con la trayectoria decreciente observada desde inicios del 2018. El crecimiento más moderado del cuarto trimestre se debió, principalmente, al debilitamiento de la industria y el comercio. Asimismo, los indicadores adelantados han revelado un comportamiento similar en el primer trimestre de este año, entre éstos, el PMI manufacturero se ha ubicado en zona de contracción desde febrero. Mientras tanto, en el mercado laboral, la tasa de desempleo ha seguido disminuyendo situándose en niveles históricamente bajos. En este escenario, el crecimiento del PIB de 2019 en la zona euro se ha revisado a la baja. En cuanto a los precios, desde el informe anterior, la inflación interanual ha mostrado una reducción, situándose en 1,5% al cierre de marzo, por debajo de la inflación objetivo (2%). En relación a la política monetaria, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha mantenido sin variaciones los tipos de interés de referencia durante el primer trimestre de este año.

En China, los indicadores de la actividad y el sector manufacturero han seguido dando señales de ralentización de la economía. En el cuarto trimestre de 2018, el PIB creció a una tasa más moderada que en los trimestres previos, explicado especialmente por la caída de la inversión. De manera similar, el PMI manufacturero persiste en zona de contracción, reflejando el débil desempeño del sector. Al respecto, el gobierno chino introdujo medidas fiscales y monetarias para atenuar la desaceleración del crecimiento. En este contexto, los pronósticos de crecimiento para el año 2019 se han mantenido sin cambios (6,2%) respecto al IPoM anterior. En cuanto a los factores de riesgo, persiste la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones comerciales con Estados Unidos, como así también existe preocupación sobre los efectos de las medidas de estímulo en el ya elevado nivel de endeudamiento de la economía china.

En cuanto a la región, las condiciones macroeconómicas de Argentina siguen siendo frágiles, en un contexto de inflación creciente y déficit fiscal elevado. En cuanto a la actividad económica, el PIB se redujo 2,5% en 2018, contracción más elevada a la observada el año anterior y a la esperada por el mercado. En lo que va del año, los indicadores de corto plazo, tanto de actividad económica como del sector manufacturero, han seguido presentando una fuerte contracción interanual. Tal situación ha llevado a que las previsiones de crecimiento para este año sean revisadas nuevamente a la baja. En lo referente

a la política monetaria, el banco central de ese país se encuentra implementando el esquema de control de agregados monetarios desde octubre de 2018, buscando una mayor efectividad en el control de la inflación, variable que viene mostrando una tendencia creciente desde mediados de 2018.

Por su parte, la economía brasileña creció 1,1% en 2018, inferior al previsto en el informe anterior (1,3%). En el primer trimestre del año, los indicadores de actividad económica siguen presentando un crecimiento moderado, al tiempo que los índices del sector manufacturero han mostrado cierta mejora respecto a los niveles alcanzados en la segunda parte del año pasado. A pesar de esto, la recuperación económica más lenta que la prevista meses atrás, ha conducido a que las proyecciones de crecimiento para este año sean corregidas a la baja. En cuanto a los precios, la inflación interanual ha aumentado respecto al cierre de 2018, ubicándose en torno al objetivo de 4,5%. En ese contexto, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil mantuvo la tasa SELIC en 6,5% anual, nivel que se mantiene sin cambios desde abril 2018.

Por otro lado, en el plano local ha persistido el moderado ritmo de crecimiento en los últimos meses del 2018, en parte, explicado por los choques externos adversos y factores internos de oferta. Así, el PIB registró una expansión de 1,2% en el cuarto trimestre, impulsada fundamentalmente por el sector servicios y, en menor medida, por electricidad y agua y agricultura. Por su parte, las manufacturas, la construcción y la ganadería mostraron caídas en el periodo de referencia. Por el enfoque del gasto, el consumo total (privado y público) fue el principal componente que incidió en el crecimiento interanual, dado que la formación bruta de capital mostró una retracción. En cuanto a la demanda externa, tanto las importaciones como las exportaciones verificaron tasas positivas de variación. Para el primer trimestre, los indicadores de corto plazo señalan que la dinámica se mantiene moderada y que este comportamiento continuaría hasta finales del primer semestre, a partir del cual se prevé un repunte de las tasas interanuales.

Con respecto al comportamiento de los precios, la inflación total, como así también sus medidas de tendencia se han ubicado por debajo de las tasas observadas al cierre del último informe. Así, la inflación interanual promedio se redujo de 3,8% en el cuarto trimestre a 2,6%, en gran medida debido al menor incremento de los precios en las agrupaciones de transporte, alimentos, alojamiento, mantenimiento y reparación de vivienda. En el mismo sentido, la inflación subyacente, la subyacente X1 y la inflación núcleo se ubicaron en 2,9%, 2,6% y 2,7%, por debajo de las cifras registradas entre octubre y diciembre (3,9%, 2,8% y 3,1%, respectivamente).

En cuanto a las reuniones de política monetaria del primer trimestre, el CEOMA señaló que, en el contexto internacional, si bien la economía global seguía creciendo, el impulso externo era menor a lo anticipado. Además, puntualizó que la Reserva Federal había adoptado una posición más conservadora con relación al ciclo de ajuste previsto para el rango de tasas de interés. Con respecto a la región, el Comité resaltó que en Argentina el escenario macroeconómico permanecía complejo, y que en Brasil la recuperación económica se había tornado más lenta. En lo interno, los indicadores de actividad económica y de demanda continuaban con un moderado dinamismo, al tiempo que las medidas subyacentes de la inflación registraban una trayectoria decreciente por varios meses en niveles por debajo de la meta. Con estos datos, el Comité consideró oportuno adoptar un perfil más acomodaticio de la política monetaria, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política, recortando la tasa de referencia en las reuniones de febrero y marzo, 25 puntos básicos en cada reunión, de 5,25% a 4,75% anual.

En el escenario base, el crecimiento estimado para el 2019 fue corregido de 4,0% a 3,2%, teniendo en cuenta el comportamiento reciente y las perspectivas de los distintos sectores económicos. Por el lado de la oferta, los ajustes más importantes se dieron en agricultura y en la producción de electricidad, sectores que han sido afectados por factores climáticos (sequía), mientras que las manufacturas, el comercio y los otros servicios también fueron revisados a la baja, pero en menor magnitud. No obstante, se ajustó al alza los pronósticos de ganadería, construcción y gobierno general. Por el enfoque del gasto, se recortó la proyección de la demanda interna, particularmente en los componentes del consumo privado e inversión, en tanto que, el consumo público tendrá una mayor expansión. Con relación a la demanda externa neta, la

misma tendrá una incidencia negativa mayor a la prevista en el informe anterior, explicada por un recorte mayor en la estimación del nivel de las exportaciones con relación al de las importaciones.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2019(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,2</b>
Agricultura	3,3	-3,0	-0,3
Ganadería	-2,4	2,0	0,0
Forestal, Pesca y Minería	3,2	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>
Manufactura	3,7	3,5	0,7
Construcción	0,2	5,0	0,3
Electricidad y Agua	1,5	-1,4	-0,1
<b>Sector Terciario</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>
Gobierno General	6,0	5,0	0,4
Comercio	7,4	2,4	0,3
Otros Servicios <sup>†</sup>	4,0	5,2	1,5
Impuestos	2,7	5,1	0,4
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	

(f) Proyección, (i) Incidencia

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

En línea con la evolución reciente y esperada de la economía, la proyección de inflación total para el 2019 se ajustó a la baja de 4% a 3,9%. Asimismo, el pronóstico de la inflación subyacente se redujo, de 4% a 3,7%. Estos cambios se explican principalmente por una brecha negativa interna y externa mayor a la prevista en el informe anterior, como así también por datos observados de inflación que se han situado por debajo de los pronosticados para los primeros meses del año. No obstante, este escenario base contempla un mayor nivel de depreciación con respecto a lo previsto en el IPoM de diciembre, en línea con la evolución reciente del tipo de cambio nominal, cuyo impacto se ha reflejado en la dinámica de la inflación de bienes importados. Conforme a la trayectoria más probable de las variables macroeconómicas externas e internas, la inflación permanecerá en niveles bajos en el segundo trimestre, a partir del cual convergerá gradualmente hacia la meta en el horizonte relevante de política monetaria (primer trimestre del 2021).

### Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	3,5	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,9	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	3,2	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

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

Con relación a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, persiste el sesgo a la baja de las perspectivas de crecimiento, tomando en consideración que los indicadores de corto plazo de las principales economías avanzadas y emergentes se han situado por debajo de lo anticipado por el mercado. En Estados Unidos, la actividad económica continúa expandiéndose a tasas menores a las esperadas anteriormente, al tiempo que las preocupaciones sobre la trayectoria de la inflación parecen haberse disipado. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) ha dado señales más claras de que mantendrá una actitud más paciente para dar los próximos pasos de política monetaria. En la Eurozona, las perspectivas de crecimiento se mantienen débiles, en medio de un complejo escenario de negociación del *Brexit*, cuya resolución se ha dilatado por la falta de acuerdo en el parlamento británico. En la misma línea que la Fed, el BCE ha asumido una posición más laxa con respecto a la evolución futura de las condiciones monetarias, aplazando la primera subida de los tipos de interés para finales del 2019 o incluso para marzo del 2020. Por un lado, la corrección a la baja en los pronósticos de crecimiento global representaría un menor impulso de la demanda externa para los países emergentes, mientras que, por otro lado, la posición más conservadora de los principales bancos centrales del mundo implicaría condiciones financieras internacionales más favorables (y menores presiones sobre las monedas a las inicialmente previstas), toda vez que este escenario de ralentización e incertidumbre global no se traduzca en un menor apetito por el riesgo.

Por su parte, en China, las últimas cifras económicas están reflejando una pérdida de dinamismo más allá de la prevista, lo que ha llevado a las autoridades a ampliar las medidas de estímulo fiscal y monetario con el objetivo de evitar un ajuste brusco del crecimiento. Sin embargo, las vulnerabilidades derivadas del endeudamiento corporativo y del “*shadow banking*”, como así también la elevada deuda pública, representan un obstáculo para una estrategia de estímulos mucho más agresiva en el corto plazo. La meta de crecimiento del gobierno chino para el 2019 se ubica entre 6,0% y 6,5%, menor a la del 2018 (6,6%). En cuanto a las tensiones comerciales con Estados Unidos, se ha postergado nuevamente la imposición de aumentos arancelarios por el avance satisfactorio de las negociaciones en torno a un acuerdo entre las partes, aunque el comercio internacional permanece débil a causa de esta disputa. El escenario de ralentización más acelerada de la economía global y, en particular de China, implican presiones a la baja para los precios de los *commodities*, no obstante, una resolución favorable del conflicto comercial podría contribuir a atenuar o contrarrestar este efecto.

En la región, el panorama económico en Argentina continúa siendo incierto. Los indicadores de actividad económica y de confianza permanecen débiles, mientras que la inflación ha seguido repuntando en meses recientes. Asimismo, el peso argentino se ha debilitado nuevamente desde el último IPoM. Se prevé una mejora de la economía en el segundo semestre, explicada en parte por la recuperación de la producción agrícola que fue afectada por la sequía en el 2018. Una fuente de incertidumbre importante para las perspectivas de recuperación se deriva del ámbito político. Los costos sociales del proceso de corrección de los desbalances macroeconómicos han debilitado el apoyo popular del gobierno actual y, en ese sentido, surgen las dudas con relación a la continuidad de estos programas de ajuste implementados en el marco del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, en caso de que los resultados electorales no favorezcan al candidato del oficialismo. En lo que respecta a Paraguay, el deterioro económico (y la depreciación) de Argentina redujo notoriamente el flujo de turistas, afectando principalmente al comercio fronterizo y a los sectores ligados al turismo. Los últimos datos de depreciación del peso implican una mayor apreciación del tipo de cambio real bilateral de Paraguay, sin embargo, el aumento de la inflación en Argentina, como así también la depreciación del guaraní (en línea con la dinámica de las monedas de los países de la región con sólidos fundamentos macroeconómicos), han estado atenuando el efecto.

En Brasil, si bien se mantienen las perspectivas de recuperación, son menos positivas con relación a las previsiones iniciales. Los indicadores de corto plazo y la confianza del consumidor han mantenido un comportamiento al alza a inicios del 2019, mientras que la inflación se ha mantenido cercana a la meta. No obstante, el entorno externo menos favorable representa una presión a la baja para el crecimiento en el corto plazo. Por otro lado, la agenda de reformas del gobierno ha sido bien recibida por el mercado desde el principio, y esto se ha reflejado en el riesgo país y en los índices accionarios. Sin embargo, luego de la presentación al congreso de la reforma de pensiones y a medida que se aproxima su tratamiento, las protestas sociales se han intensificado, lo cual podría complicar su aprobación. En este escenario de menor optimismo, es probable que sea aprobada una reforma de pensiones menos ambiciosa, que en cierta medida podría contribuir a frenar el ritmo de

endeudamiento, aunque en un futuro cercano requerirá nuevos ajustes fiscales. En lo que respecta a Paraguay, el crecimiento de la actividad económica en Brasil (aunque menor a lo previsto) implica de todas maneras un factor positivo para la dinámica local en el corto plazo, comparado con un resultado que podría haber sido ser más adverso.

Por otro lado, el incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales, conjuntamente con la depreciación de la moneda local implicarían presiones sobre los precios de los combustibles en el ámbito doméstico, y en consecuencia sobre la inflación, por eventuales efectos de segunda vuelta. No obstante, es apropiado señalar que, conforme a la evidencia de los últimos años, los efectos sobre la inflación subyacente y total han sido moderados.

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

## Decisiones de Política Monetaria

### Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de diciembre 2018

En la última publicación del IPoM se señalaba que la economía mundial había seguido con un buen desempeño, aunque a tasas menores a las esperadas a comienzos de año. En Estados Unidos, la actividad económica seguía robusta, mientras que, en la Eurozona se revisaba nuevamente las expectativas de crecimiento a la baja. Asimismo, en China, las perspectivas de crecimiento de la economía también eran menores a las previstas anteriormente. En la región, las condiciones continuaban frágiles en la Argentina, mientras que en Brasil se observaba un crecimiento modesto. En cuanto a la percepción de riesgos a nivel global, esta seguía presente, debido a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, el endurecimiento de las condiciones financieras y la volatilidad en los mercados bursátiles internacionales.

En Estados Unidos, el escenario económico se mantenía sólido. En ese contexto, las proyecciones de crecimiento para el año 2018 se mantuvieron invariables respecto a lo estimado previamente, aunque al mismo tiempo, persistía la incertidumbre generada por las tensiones comerciales con China. La inflación, por su parte, había revertido su comportamiento al alza, ubicándose en niveles cercanos al objetivo de mediano plazo. En tal contexto, en su reunión de diciembre, la *Fed* incrementó la tasa de interés de fondos federales al rango de 2,25% - 2,5% anual.

En la Eurozona, continuaba la ralentización de la actividad económica. En el tercer trimestre, el PIB creció a una tasa inferior a la observada en el trimestre anterior, y dicho comportamiento siguió durante el último trimestre del año de acuerdo a los indicadores adelantados, al tiempo que el sector manufacturero, a pesar de seguir en la zona de expansión, seguía desacelerándose. Aun así, la tasa de desempleo continuó con una tendencia a la baja. En cuanto a los precios, la inflación interanual se mantuvo cercana a la meta de 2%, al igual que lo observado en el informe anterior. En consecuencia, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo mantuvo sin cambios los tipos de interés de

referencia, mientras que, continuó con la compra neta de activos por 15.000 millones de euros durante el último trimestre.

En China, la actividad económica continuó expandiéndose en el tercer trimestre, aunque a una tasa levemente menor a lo observado en el trimestre anterior. Asimismo, el sector manufacturero continuó presentando señales de moderación en su expansión. A pesar de ello, los pronósticos de crecimiento para el 2018 se mantuvieron con respecto al último IPoM. En cuanto a los factores de riesgo a la baja, persistía la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones comerciales con Estados Unidos, si bien se estableció una pausa por 90 días para la imposición de nuevos aranceles.

En la región, Brasil presentó mejores resultados en el tercer trimestre del año. El PIB mostró un crecimiento superior al del primer semestre, explicado, en mayor parte, por la contribución positiva de la demanda interna por el lado del gasto y por el crecimiento del sector servicios por el lado de la producción, en especial de los sectores transporte, almacenamiento y correo. Por su parte, los indicadores de corto plazo dieron señales positivas durante los últimos meses del año. No obstante, las proyecciones de crecimiento para el 2018 se han revisado levemente a la baja, en cierta medida debido a los efectos del menor desempeño verificado en la primera parte del año. En cuanto a los riesgos, persistía la incertidumbre con relación a las políticas a ser implementadas por el nuevo gobierno, en particular las ligadas a las finanzas públicas. En cuanto a la política monetaria, las distintas medidas de inflación se ubicaban por debajo de la meta del 4,5%, al tiempo que, el Comité de Política Monetaria (Copom) resolvió mantener la tasa de referencia en 6,5% anual.

En Argentina, los mercados cambiario y bursátil han mostrado una menor volatilidad, sin embargo, las condiciones económicas y financieras seguían siendo débiles. El PIB se contrajo nuevamente en el tercer trimestre, comportamiento explicado por las disminuciones del consumo privado y la formación bruta de capital. Con respecto a los precios, la inflación continuó con su trayectoria ascendente. Por otro lado, la

crisis cambiaria pudo ser contenida gracias al nuevo acuerdo entre el gobierno y el FMI, y además el Banco Central de la República Argentina (BCRA) implementó desde octubre un esquema de política monetaria de agregados monetarios.

En el escenario doméstico, en el tercer trimestre, el dinamismo de la economía se moderó con respecto lo verificado en la primera mitad del año. Por el lado de la oferta, este desempeño fue explicado por el menor ritmo de expansión de la industria manufacturera y los servicios. Por el lado del gasto, se registró una incidencia negativa significativa de la demanda externa neta. Conforme a los indicadores de corto plazo, se había previsto que la expansión de la actividad se mantendría en niveles moderados. Con respecto a los precios, la inflación en el cuarto trimestre fue levemente superior a la correspondiente al trimestre pasado. Este comportamiento fue explicado por los incrementos en los precios de ciertos bienes y servicios de la canasta. Asimismo, las tasas promedio de la inflación subyacente y la inflación núcleo fueron superiores a las observadas en el tercer trimestre.

Con respecto a la política monetaria, en las reuniones del cuarto trimestre, el Comité destacó que, en el escenario internacional la economía mundial siguió expandiéndose, pero de forma más lenta y más divergente entre algunas economías avanzadas. En la región, las perspectivas de crecimiento de Argentina fueron revisadas a la baja, mientras que la situación de Brasil se mostró más favorable en el segundo semestre. En cuanto al escenario doméstico, el Comité destacó la moderación de la actividad económica, al tiempo que la inflación seguía mostrando una trayectoria coherente con la meta. En este contexto, en las reuniones de octubre, noviembre y diciembre, el CEOMA decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB había sido revisado a la baja de 4,3% a 4,0% para el 2018, conforme a la evolución que habían registrado los indicadores de corto plazo en ese momento. Por su lado, para el año 2019 también se previó una expansión del 4%, explicada principalmente por el sector terciario y el secundario, mientras que el sector primario tendría una incidencia positiva menor. Por el lado del gasto, la

principal contribución al crecimiento sería de la demanda interna, en especial del consumo privado y de la inversión. La demanda externa neta también contribuiría positivamente, pero en menor magnitud, debido a la tasa de variación similar de las exportaciones y las importaciones.

En cuanto a los precios, el pronóstico de inflación para 2018 fue revisado a la baja, explicado principalmente por la reversión de algunos precios volátiles de la canasta, del precio de los combustibles y del pasaje. Además, el tipo de cambio nominal presentó una trayectoria inferior a la prevista para el cierre del año en el último informe. En esa línea, la estimación de la inflación subyacente se corrigió a la baja para el 2018. Por otra parte, las proyecciones para el 2019 de la inflación total y la subyacente se mantuvieron en 4%. Se esperaba que la inflación permanezca relativamente baja durante los primeros meses del 2019, y que luego convergiera hacia la meta a finales de año, manteniéndose en torno a la misma en el horizonte relevante de política monetaria (cuarto trimestre de 2020).

En los escenarios de riesgos, en el contexto internacional, se señalaba que la actividad económica mundial continuaba creciendo, pero a un ritmo menor de lo esperado. De manera adicional, continuaban los riesgos a la baja de las perspectivas de crecimiento global como resultado de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China. En el país norteamericano, hasta ese momento, la Reserva Federal anunciaba continuar con el proceso de normalización monetaria durante el 2019 pero de manera más gradual a lo expuesto anteriormente. En cuanto a la Eurozona, los riesgos en torno al *Brexit* se habían intensificado como consecuencia del rechazo en el parlamento británico respecto al borrador del acuerdo de la Unión Europea.

En China, la actividad económica se había moderado más de lo esperado, situación que llevó a las autoridades a implementar medidas de flexibilización monetaria y fiscal. Adicionalmente, persistía las vulnerabilidades financieras relacionadas con el sector corporativo y las actividades “*shadow banking*”. Con respecto a los *commodities*, el incremento de la demanda de soja producida en Sudamérica permitió el aumento del premio en los puertos de la región, atenuando, en gran

medida, la caída de los precios de referencia (Chicago). Sin embargo, se esperaba que, en un escenario de mayor tensión comercial, una moderación de la economía global y de China mayor a la esperada podrían afectar negativamente los precios de las materias primas.

En el plano regional, el frágil desempeño de la economía brasileña en la primera mitad del año había dado lugar a una revisión a la baja a los pronósticos de crecimiento. No obstante, en el segundo semestre del año, los registros de actividad económica, la tasa de desempleo y el índice de confianza al consumidor habían mostrado señales de mejora. Por su parte, el real brasileño había registrado una significativa depreciación, afectando al comercio fronterizo con el Paraguay.

Por el lado de Argentina, persistía la situación económica más compleja debido, en parte, al proceso de estabilización, además de un escenario de incertidumbre como resultado de un año electoral. Por su parte, las medidas de ajustes implementadas por el gobierno habían afectado de manera negativa a la actividad económica, sin embargo, aunque los efectos sobre el mercado cambiario y las expectativas inflacionarias eran favorables. En cuanto a Paraguay, la fuerte depreciación del peso argentino había afectado el comercio en las zonas fronterizas.

Teniendo en cuenta los escenarios alternativos, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

### Reuniones de enero, febrero y marzo

En enero, el Comité señalaba que la economía global continuaba con una desaceleración. En Estados Unidos, se observó un menor ritmo de expansión en el crecimiento de algunos indicadores de corto plazo en el período reciente, en un contexto de incertidumbre política y tensiones comerciales. En la región, la situación económica en Argentina seguía siendo compleja, mientras que en Brasil los indicadores de corto plazo habían mostrado ciertas señales de mejora, por el anuncio de algunas reformas importantes.

En el plano doméstico, la inflación cerró en el 2018 dentro del rango meta, con una trayectoria decreciente de

las medidas subyacentes desde hacía varios meses. Con respecto a la actividad económica, se registró una moderación en el ritmo de expansión en la segunda mitad del 2018, explicado por el escenario regional más complejo y algunos factores de oferta que debilitaron el desempeño de determinados sectores.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró que la estrategia más prudente era seguir con el perfil actual de la política monetaria con una TPM de 5,25% anual, a fin de garantizar la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

En febrero, a nivel internacional, la incertidumbre comercial había llevado a disminuir las perspectivas de crecimiento en comparación a las de comienzo de año. En Estados Unidos, los indicadores de mercado laboral habían continuado evolucionando favorablemente, al tiempo que un cierre parcial del gobierno generaba dudas en la confianza de los consumidores. En la región, las previsiones de crecimiento de Brasil se habían revisado a la baja. De la misma manera, el mal desempeño de los indicadores de actividad de Argentina había llevado a una reducción de la confianza por parte de los agentes.

En cuanto a la economía doméstica, los indicadores de actividad económica seguían registrando un menor ritmo de expansión en el corto plazo. Con respecto a los precios, las distintas medidas subyacentes de inflación continuaron mostrando una trayectoria a la baja, por debajo de la meta de mediano plazo.

En este contexto, el CEOMA decidió, adoptar un perfil monetario más acomodaticio, por lo que se resolvió, por unanimidad, reducir la TPM en 25 puntos básicos a 5% anual. La magnitud y el ritmo de esta política monetaria más laxa dependería de la evolución de las variables macroeconómicas más relevantes para así garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de política monetaria.

En la reunión de marzo, el Comité señaló que, en el escenario internacional, la actividad económica global seguía ralentizada. Si bien las principales economías continuaban expandiéndose, persistían los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento. Bajo este

contexto, la Fed decidió mantener una posición más conservadora con relación al ajuste de tasas. En el plano regional, el escenario económico para Argentina permanecía complejo, mientras que en Brasil la recuperación económica se tornaba más lenta a la esperada anteriormente. En lo interno, la demanda y la actividad económica seguían con una moderación en el ritmo de expansión en algunos sectores económicos. Por su parte, las medidas de tendencia de inflación se habían estabilizado en el margen, sin embargo, permanecían en niveles bajos.

En este contexto, el CEOMA decidió que era oportuno reducir nuevamente la TPM en 25 puntos básicos, a 4,75% anual. El Comité consideró que este proceso de flexibilización de las condiciones monetarias de la economía era compatible con la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

## I. Entorno Internacional y Regional

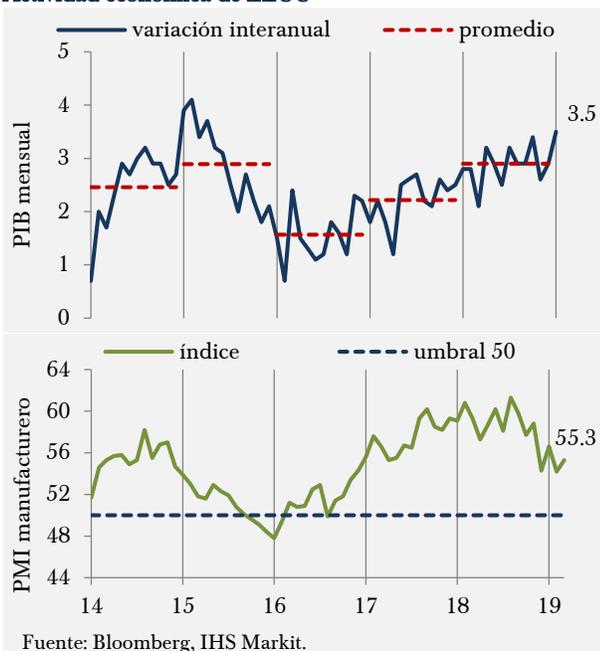
**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

**Gráfico I.1**  
**Actividad económica de EEUU**

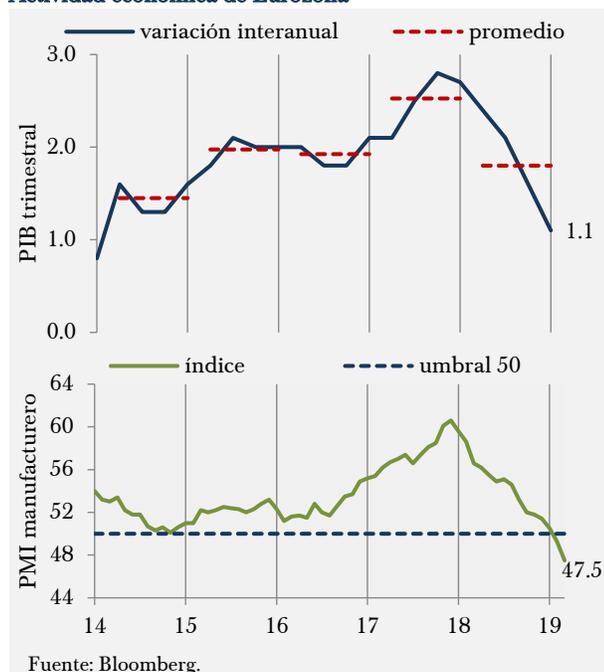


Desde la última publicación del IPoM, la actividad económica global ha seguido moderándose. Los factores de riesgos que daban señales de alerta al cierre de 2018, como las tensiones y el endurecimiento de las condiciones financieras, si bien siguen latentes, se han atenuado en meses recientes.

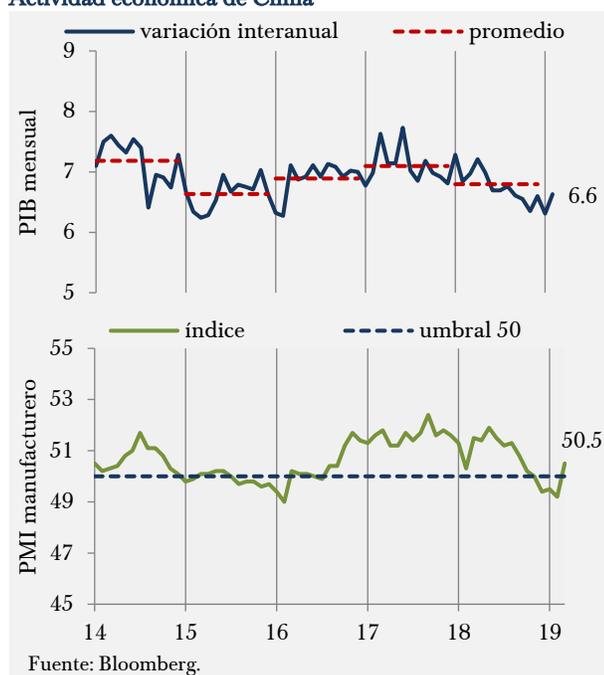
El desempeño económico de las principales economías explica, en mayor medida, la moderación de la actividad a nivel mundial. Estados Unidos tiene previsto un crecimiento menor al observado en el 2018, esto debido a un panorama negativo para el comercio internacional y una menor previsión de crecimiento de las economías industrializadas, lo que disminuiría la demanda de bienes intermedios que produce este país. Esto ha hecho que la Reserva Federal muestre una actitud más prudente en lo relativo a la suba de tasas de interés, pese a ello las principales autoridades económicas de Estados Unidos mencionan que la economía se encuentra fuerte, con un mercado laboral con tasas de desempleo históricamente bajas. Por su parte, las previsiones de crecimiento de la Eurozona se han revisado nuevamente a la baja, debido al deterioro de la confianza de los agentes económicos, al impacto negativo de las protestas en Francia, a la demanda interna débil en Alemania e Italia y a las preocupaciones sobre el desenlace en torno a las negociaciones del *Brexit*. En cuanto a China, las autoridades han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento, situándola entre 6,0% y 6,5% para 2019. Un menor desempeño de su comercio exterior, a consecuencia del conflicto comercial con Estados Unidos, y una disminución de su producción industrial ha llevado a las autoridades a prever para este año tasas de crecimiento históricamente bajas para este país.

En la región, Argentina ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para este año, en un contexto de debilidad de las condiciones macroeconómicas, con una inflación que sigue alta y un déficit fiscal elevado. En Brasil, se observa una moderación en la recuperación económica. Esto se ve explicado por una disminución en la producción industrial y una menor dinámica del comercio exterior. En los demás países de la región, la actividad económica se ha

**Gráfico I.2**  
**Actividad económica de Eurozona**



**Gráfico I.3**  
**Actividad económica de China**



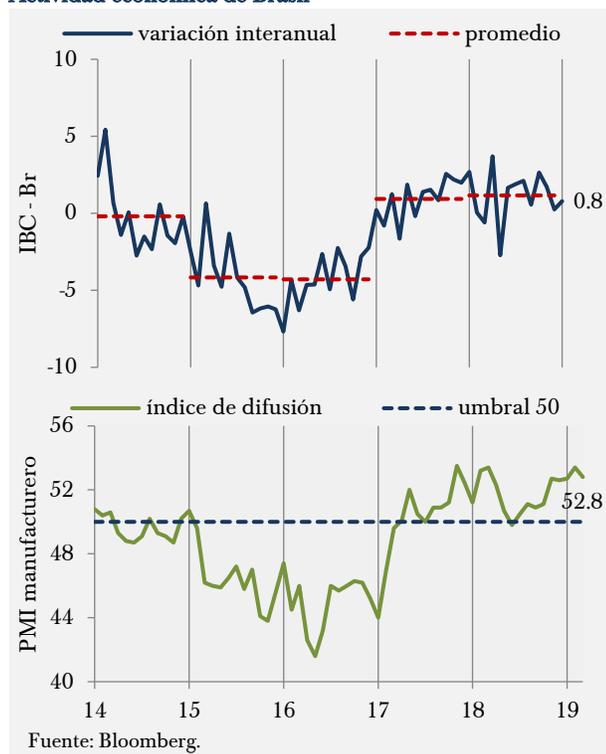
desacelerado en el margen, pero manteniendo un comportamiento positivo con precios estables.

### Actividad económica

Con los datos disponibles al cuarto trimestre del 2018 el PIB de los Estados Unidos mostró un crecimiento anualizado de 2,2%, por debajo del 3,4% registrado en el tercer trimestre. La disminución en la dinámica en el crecimiento observado en el último trimestre de 2018 se debe principalmente a las dificultades en el comercio internacional como consecuencia del conflicto con China, la reducción de los efectos del estímulo fiscal que se implementaron a principios de la administración de Trump y un panorama menos favorable para el sector agrícola de este país. Sin embargo, se ha notado un escenario positivo en el mercado laboral que ha cerrado el 2018 con una tasa de desempleo del 3,9% y ha alcanzado mínimos históricos al cierre del primer trimestre de 2019, cerrando este periodo con una tasa de desempleo 3,8%. Por su parte, el sector manufacturero continúa en fase de expansión, impulsado por una sólida demanda y una expansión de la producción y el empleo, con una situación similar a la registrada en el IPoM de diciembre, pero con menor volatilidad. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, el menor ritmo de expansión respecto a los años anteriores se mantiene en línea con lo previsto en el informe anterior para el 2019 (2,4%) y un crecimiento estimado del 1,9% en 2020 (tabla I.1 y gráfico I.1).

En la zona euro, la actividad económica ha continuado mostrando signos de moderación. En el último trimestre de 2018, el PIB creció a una tasa interanual de 1,1%, por debajo del 1,6% registrado en el trimestre anterior. Con estos datos la economía de la Eurozona cerró el 2018 con una expansión de 1,8%. Esta moderación fue consecuencia de un debilitamiento de los sectores industrial y de comercio. Desde el informe anterior, el PMI del sector manufacturero ha seguido disminuyendo, cerrando el 2018 levemente por encima del umbral hasta ubicarse en zona de contracción al primer trimestre de 2019. Por otra parte, el mercado laboral continuó evolucionando favorablemente, con una tasa de desempleo del 7,9% al cierre de 2018 y 7,8% en marzo, ubicándose en sus niveles más bajos desde 2008. No obstante, las tensiones comerciales y la intensificación de la incertidumbre política continúan restando optimismo al escenario europeo. En este contexto, el crecimiento del PIB

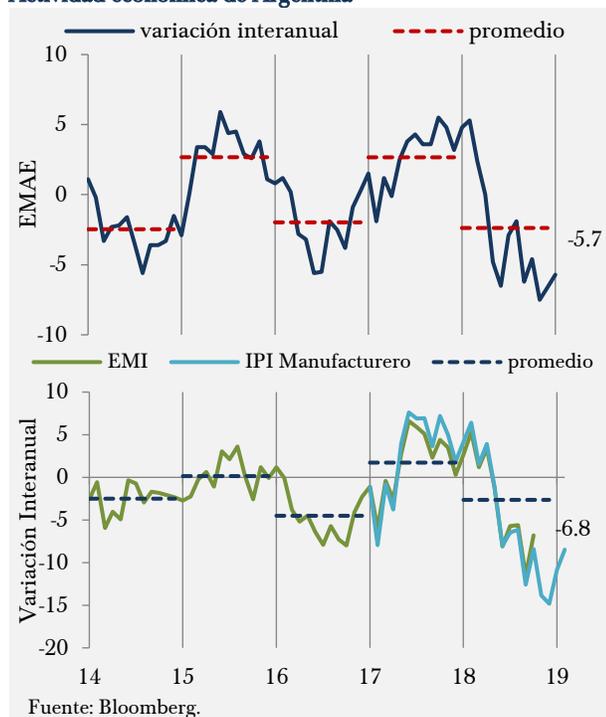
**Gráfico I.4**  
Actividad económica de Brasil



de 2019 en la zona euro se han revisado a la baja de 1,6% a 1,2% (gráfico I.2).

Los últimos datos disponibles de China indican que la economía creció 6,4% interanual en el cuarto trimestre de 2018, lo que significó una desaceleración respecto al 6,5% registrado en el tercer trimestre. Con estos datos China ha tenido un crecimiento del 6,6% en 2018. El menor crecimiento está explicado por una caída en los niveles de inversión, el conflicto comercial con Estados Unidos y los efectos de las medidas del gobierno para contener el crecimiento de la deuda. En cuanto al PMI manufacturero, este se ubicó en 49,4 en el último mes de 2018, en zona de contracción, aunque ha cerrado el primer trimestre de 2019 en 50,5, mostrando una leve recuperación. El deterioro de las exportaciones, dificultades para encontrar nuevos mercados y el debilitamiento de la producción explican en parte estos resultados. La expectativa de crecimiento para el año 2019 se ha mantenido sin cambios respecto al último IPoM (6,2%), sin embargo, las autoridades económicas chinas han ajustado a la baja sus expectativas de crecimiento para este año, estimando un crecimiento entre 6,0% y 6,5% (gráfico I.3).

**Gráfico I.5**  
Actividad económica de Argentina

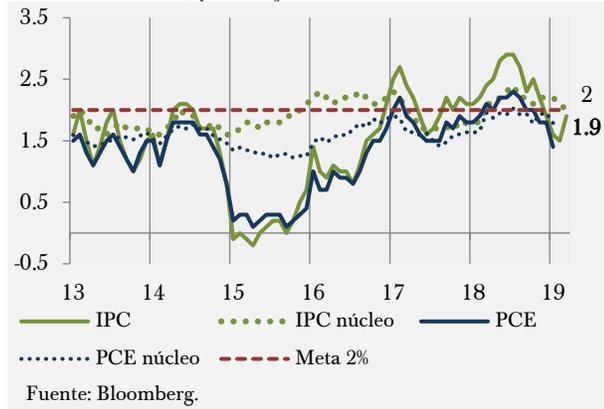


Los últimos datos disponibles indican que Brasil creció 1,1% en 2018, menor a las expectativas de crecimientos estimadas en el IPoM anterior (1,3%). La caída de la producción industrial en el último trimestre de 2018 y los niveles de desempleo relativamente elevados explicaron dicho comportamiento. El PMI manufacturero se ubicó en 52,6 al cierre de 2018 y en 52,8 al cierre del primer trimestre de 2019, situándose en zona expansiva en ambos periodos. Estos resultados se han dado como consecuencia de buenas expectativas en lo referente a la reforma del sistema de pensiones y un aumento de los nuevos pedidos para el sector de exportaciones, debido a la mejora en la competitividad de los precios de este sector a nivel internacional. Pese a las buenas expectativas, las proyecciones de crecimiento del PIB de Brasil se han reducido con respecto al IPoM anterior, bajando de 2,4% a 2,0% para el 2019, principalmente a consecuencia de la moderación de la actividad que se ha notado en el primer trimestre del año 2019 (gráfico I.4).

En Argentina, los últimos datos indican que el crecimiento del PIB 2018 ha sido de -2,5%. Esta caída se ha dado, especialmente, a consecuencia de un deterioro de la producción industrial, el bajo desempeño del sector de

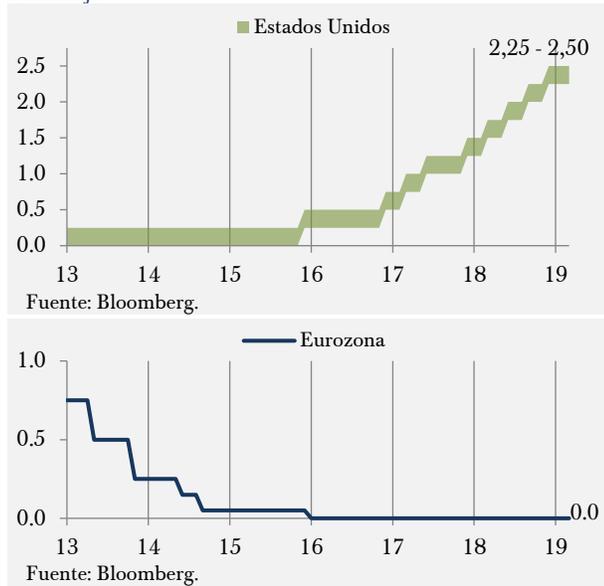
**Gráfico I.6**  
**Inflación en EEUU**

Variación interanual, porcentaje



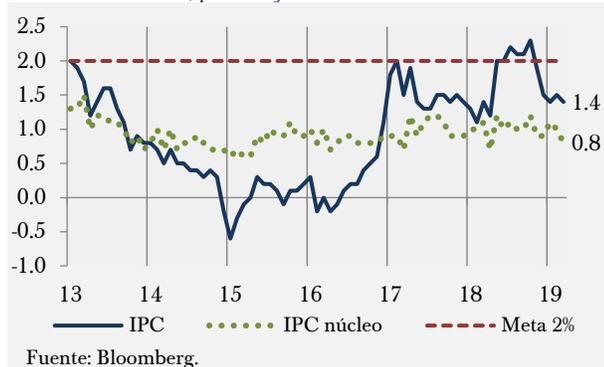
**Gráfico I.7**  
**Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona**

Porcentaje



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

Variación interanual, porcentaje



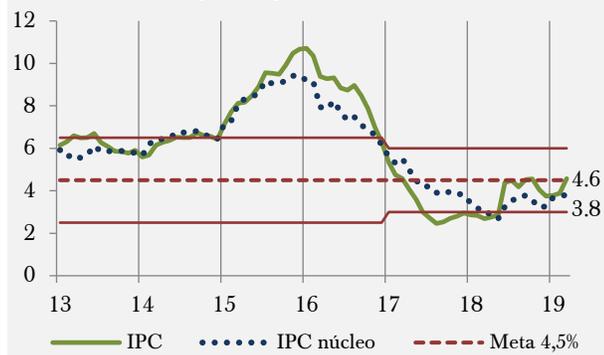
construcciones y el impacto de las políticas de ajuste encaradas por el gobierno a fin de reducir los desequilibrios macroeconómicos. Las estimaciones realizadas por el Banco Central de la República Argentina prevén que la actividad económica alcanzaría su piso durante el primer trimestre de 2019, empezando a repuntar en el segundo semestre, impulsado en parte por la recuperación de la producción agrícola. Por su parte, en la producción industrial, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), mostró una reducción anual de 14,8 al cierre de 2018, comportamiento que se espera continúe durante todo el primer trimestre de 2019. La contracción de este sector se ha dado por una menor producción del sector de automóviles, productos de metal, máquinas y equipos, y otros equipos y aparatos. En este escenario, el pronóstico de crecimiento de Argentina ha tenido una nueva revisión a la baja para el 2019, con un crecimiento estimado de -1,0% (-0,6% en el IPoM anterior). El escenario económico permanece complejo, pese a ello el Banco Central ha cumplido con sus metas de tipo de cambio, manteniendo el mismo dentro de las bandas de flotación (gráfico I.5).

## Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de Estados Unidos se han reducido desde el último IPoM, alcanzando niveles cercanos a la meta establecida por la Fed (gráfico I.6). La inflación del IPC se ubicó en 1,9% interanual en marzo (2,2% en el IPoM de diciembre) impulsada principalmente por incrementos de precios de la vivienda y alimentos, mientras que su medida núcleo se situó en 2,0% (2,2% en el informe anterior). Por otro lado, el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó en enero 1,4%, mientras que el PCE núcleo se incrementó 1,8% (gráfico I.6). Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, considerando las condiciones realizadas y esperadas de la inflación y el mercado laboral, ha mantenido el rango objetivo de la tasa de fondos federales en [2,25% - 2,50%] durante las reuniones del 2019. Considerando la información recibida sobre la evolución reciente de los indicadores de la economía de EE.UU., además del desempeño económico y financiero global, la Fed anunció que será más paciente en la decisión sobre los futuros ajustes del rango de la tasa de fondos federales. En tal contexto, el mercado prevé aumentos adicionales de la tasa de fondos federales para el 2019. Además, cabe señalar que la Fed tiene

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

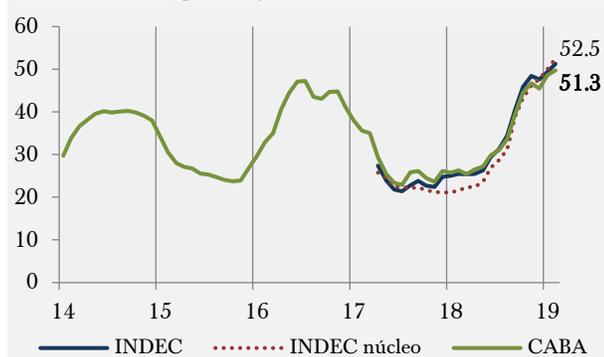
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

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

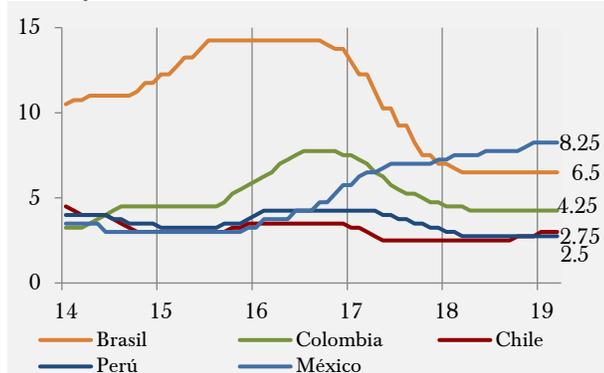
Variación mensual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

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

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

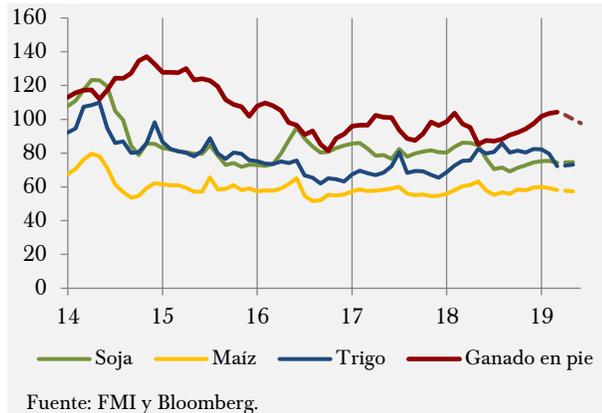
previsto hacer más lenta la reducción de su hoja de balance a partir de mayo de 2019, bajando de USD 30 billones mensuales a USD 15 billones mensuales, y concluir estas reducciones en septiembre de 2019, con lo cual se normalizaría la hoja de balance (gráfico I.7).

En la Eurozona, la tasa de inflación a marzo se ubicó en 1,4% interanual, ligeramente por debajo de los niveles registrados en el informe anterior, impulsado por los rubros de energía y alimentos; mientras que la inflación núcleo llegó al 0,8% (gráfico I.8). En cuanto a las decisiones de política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia durante el primer trimestre de este año. De esta manera, la tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,40%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25% (gráfico I.7 y 1.8).

En la región, la inflación total de Brasil fue 4,58% interanual en marzo de 2019, mayor al dato registrado al cierre de 2018 (3,8%), explicado principalmente por los aumentos de precios de alimentos y bebidas, y servicios de transporte. Por otro lado, la inflación núcleo repuntó levemente a 3,82% en marzo. En este escenario, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha decidido mantener sin cambios la tasa SELIC en 6,5% en las reuniones realizadas entre enero y marzo 2019 (gráfico I.9).

Respecto a Argentina, la inflación se ha acelerado desde el último IPoM, alcanzando la tasa de 54,7% en marzo de este año. Desde el 1 de octubre el BCRA ha tomado la decisión de dejar de lado el esquema de metas de inflación e implementar uno basado en el control de los agregados monetarios, tomando como meta la base monetaria. Entre las medidas que acompañan esta decisión se destacan: el crecimiento nulo de la base monetaria, el establecimiento de una banda de flotación del dólar, y realizar los ajustes en la base monetaria vía aumentos de encajes remunerados integrados en LELIQ (Letras de Liquidez). También, durante el primer trimestre de este año Argentina ha sido evaluada por parte de Fondo Monetario Internacional, para efectuar el tercer desembolso, por valor de USD 10.870 millones, en el marco del acuerdo *stand by*. Dado que el gobierno argentino cumplió el plan económico acordado, y el FMI realizó el tercer desembolso en la primera semana de abril de 2019 (gráfico I.10).

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



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



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



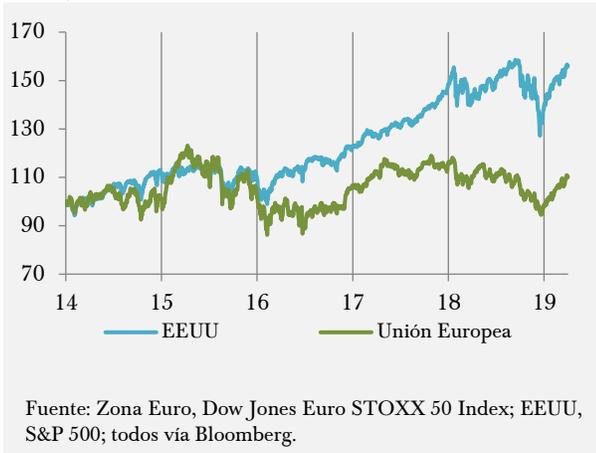
En los demás países de la región, las tasas de política monetaria de Colombia y Perú se han mantenido estables desde el último IPoM en 4,25% y 2,25% anual, respectivamente. Mientras que, en el primer trimestre de 2019, los bancos centrales de Chile y México han incrementado sus tasas de referencia en 0,25 p.p. hasta ubicarse en 3,0% y 8,25% respectivamente (gráfico I.11).

### Materias primas

Los *commodities* agrícolas han mostrado precios relativamente estables o tendientes a la baja con respecto al IPoM anterior. El precio de la soja se redujo ligeramente en Chicago 0,3%, pese a ello este producto muestra signos positivos en el corto plazo, debido a unas mejores expectativas para este producto en las negociaciones entre Estados Unidos y China para poner fin al conflicto comercial. En cuanto al maíz, su precio se redujo un 2,6% desde el informe anterior, debido a una buena cosecha del producto en Estados Unidos, Brasil y Argentina. Por último, el precio del ganado en pie aumentó 7,0%, sin embargo, los precios futuros sugieren una reducción de sus precios en el corto plazo (gráfico I.12).

Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo han aumentado. Esto se ha dado a consecuencia de una disminución de la producción petrolera por parte de países de la OPEP y Rusia, que han tomado esta medida para aumentar los precios del crudo; este recorte en la producción se tiene previsto que dure hasta junio de este año. En específico, el precio del petróleo Brent aumentó 27,1%, mientras que el de WTI aumentó en 32,4% respecto al informe anterior. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, se espera que los precios del petróleo bajen durante este año (gráfico I.13).

**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 (\*)



## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años han disminuido en promedio con respecto al IPoM anterior, presionados por la desaceleración del impulso económico mundial, lo que ha llevado a los inversionistas a refugiarse en activos más seguros.

Debe mencionarse, además, que el diferencial entre los bonos de 30 y 10 años ha aumentado ligeramente con respecto al último IPoM. Esto debido a que Estados Unidos sigue mostrando un panorama económico favorable, en comparación a las demás economías avanzadas y emergentes (gráfico I.14).

El S&P500 de los Estados Unidos ha aumentado un 13,1% desde el IPoM anterior, debido a expectativas favorables del sector industrial, los altos niveles de empleo y las expectativas positivas respecto a una resolución favorable del conflicto comercial con China. De la misma manera, el Euro STOXX 50 se encuentra 11,7% por encima del nivel reportado al cierre de 2018. Esto se da a consecuencia de expectativas favorables de exportación por parte del sector industrial y un aumento de la demanda de los hogares de sus principales mercados de exportación. Sin embargo, la no resolución del *Brexit* y dificultades de producción en el sector automotriz podría generar cierta cautela en algunos inversores (gráfico I.15).

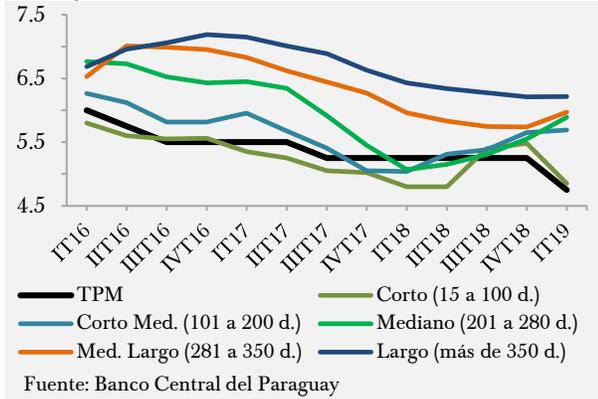
En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se apreció 1,2%. Esto se ha dado a consecuencia de que los inversores a nivel global se han decidido refugiarse en el dólar americano por la incertidumbre que se ha notado en las economías avanzadas y emergentes (gráfico I.16).

## II. Mercados Financieros

**Gráfico II.1**

Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje



### Política Monetaria

En el ámbito internacional, las principales economías tuvieron un crecimiento moderado. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento fueron menores a las previstas debido a incertidumbres respecto al proceso de ajuste de la política monetaria establecida por la Reserva Federal y las continuas tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

En el plano regional, el panorama económico para Argentina ha seguido mostrando señales de deterioro. Por su parte, para Brasil los indicadores de corto plazo continuaron mostrando una recuperación de la actividad económica, pero con un crecimiento menor a lo establecido anteriormente.

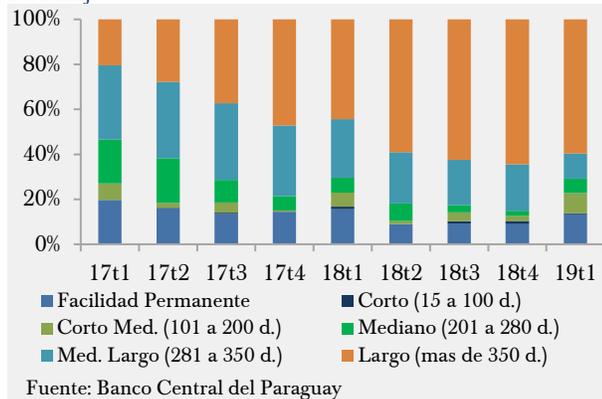
En cuanto a la economía local, de acuerdo a los datos presentados en el primer trimestre del año, la actividad económica continuó reflejando una moderación en el ritmo de crecimiento de ciertos sectores. En lo que respecta a las medidas de inflación, estas se mantuvieron por debajo de la meta del banco central.

Por ello, el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA) decidió reducir en 25 puntos base la tasa de política monetaria en los últimos dos meses del primer trimestre cerrando en 4,75%, con el objeto de proporcionar un estímulo monetario a la economía.

**Gráfico II.2**

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

Porcentaje

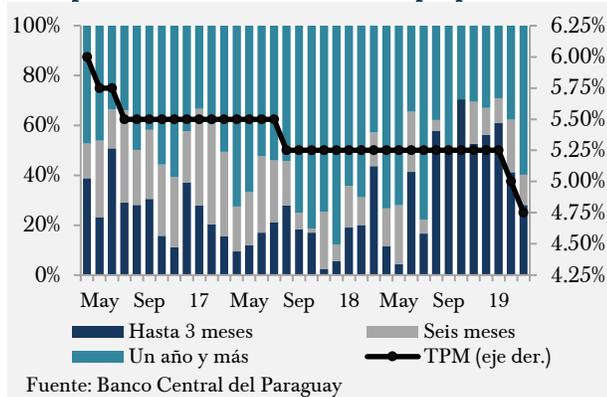


### Instrumentos de Regulación Monetaria

La evolución del perfil de las colocaciones de los IRM según los plazos en días mostró una recomposición hacia los plazos de 101 a 200 días (Corto-Mediano), de 201 a 280 días (Mediano) y la Facilidad Permanente de Depósito (FPD), en detrimento de los demás plazos en el primer trimestre de 2019 en relación al trimestre pasado. Así, la participación en el primer trimestre del plazo Corto-Mediano fue del 9,1%, del plazo largo fue 59,6%, del Mediano plazo fue 6,4% y de la FPD fue del 13,3%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 6,94%, 4,12%, y 4,37% para los plazos Corto-Mediano, Mediano y para la FPD

**Gráfico II.3**

Participación en la demanda de las LRM por plazos



**Gráfico II.4**  
**Evolución del crédito**

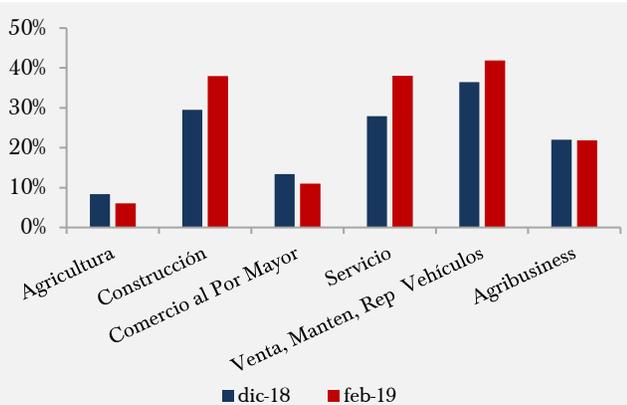
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

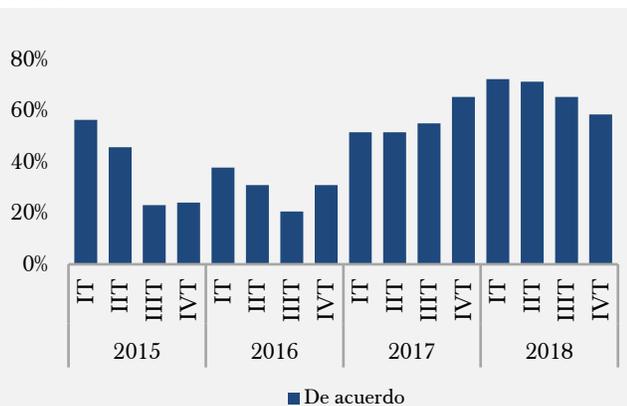
**Gráfico II.5**  
**Créditos por sectores**

Variación interanual



Fuente: Banco Central del Paraguay

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

respectivamente en relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2). Además de la recomposición de cartera, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se incrementó en 19,9% en relación al cuarto trimestre de 2018, siendo el plazo Mediano-Largo (-7,3%) y el plazo corto (-1,0%) aquellos con mayores incidencias en la reducción, compensado por los aumentos en los plazos Corto-Mediano (8,8%), Largo (7,0%), FPD (7,0%) y Mediano (5,4%).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el primer trimestre del año se registró mayor apetito por los instrumentos de un año y más. Así, en el primer trimestre de 2019 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 39,3% del total, de 6 meses representó el 15,2% y la de 1 año y más representó el 45,4% (gráfico II.3).

### Condiciones Financieras

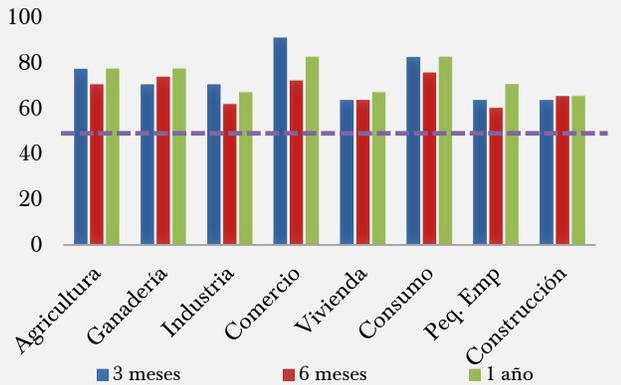
Desde el último IPoM, los créditos en moneda nacional han seguido mostrando un comportamiento dinámico, mientras que el ritmo de expansión de los préstamos en moneda extranjera se ha moderado en meses recientes.

Así, en febrero de 2019, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 18,7%, superior a la registrada al cierre del año 2018 (15,6%). Por su parte, los créditos en moneda extranjera han mostrado un incremento de 6,8% interanual, inferior al 7,5% observado hasta el mes de diciembre de 2018 (gráfico II.4).

Considerando el total de créditos, en términos sectoriales se siguen observando buenos resultados en construcción, servicio, mantenimiento y reparación de vehículos y agro negocios. Por otro lado, los préstamos a la agricultura y comercio al por mayor, si bien continúan incrementándose, la tasa de crecimiento es menor con relación al informe anterior (gráfico II.5).

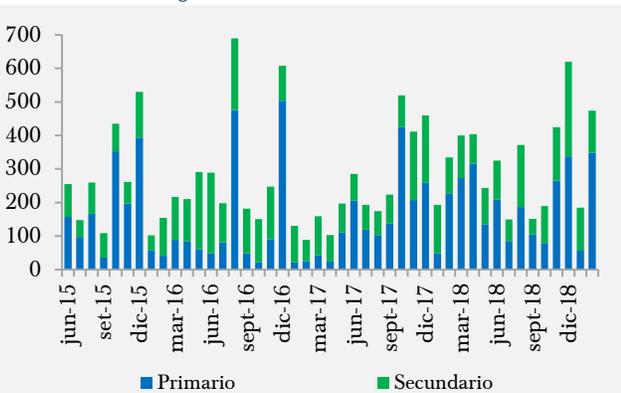
Por otra parte, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito, del cuarto trimestre del año del 2018, muestran que el 58,6% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos. Esta tasa es inferior a la observada en el mismo periodo del 2018 (65,5%) (gráfico II.6).

**Gráfico II.7**  
**Índice de difusión de las expectativas sectoriales del crédito**  
Índice de difusión



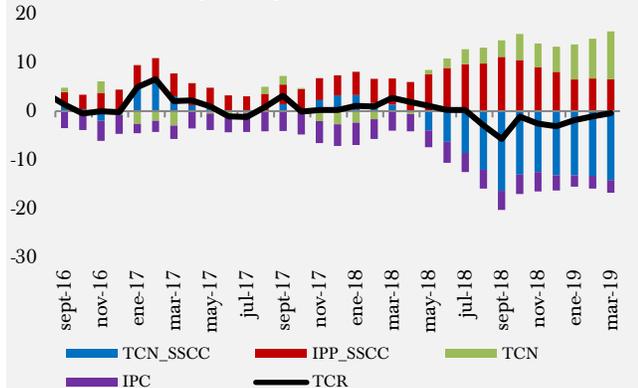
Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.8**  
**Volumen negociado en la BVPASA**  
En miles millones de guaraníes



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

**Gráfico II.9**  
**Tipo de cambio real multilateral**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Con respecto al índice de las expectativas para la concesión de créditos, el mismo se mantiene en la zona de expansión. A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses también permanecen en la zona de expansión. La encuesta revela que las mejores perspectivas corresponden al sector de comercio, agricultura, ganadería, consumo e industria (gráfico II.7).

### Mercado bursátil

El total negociado al mes de febrero en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 24,8%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (45,5%) y por las operaciones en instrumentos de reporto (4,3%), contrarrestado por la disminución de las operaciones de renta variable (82,87%). Por otro lado, del total negociado en los dos primeros meses del año, el 61,5% correspondió a transacciones en el mercado primario y 38,5% al mercado secundario (gráfico II.8).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en febrero la distribución fue la siguiente: Bonos Públicos 64,8%, Bonos Subordinados 18,2%, Bonos Financieros 7,6%, Bonos Corporativos 6,9%, Bonos Bursátiles de Corto Plazo 1,6%, Acciones 0,8%, Títulos de Crédito 0,02%.

En febrero, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 9,17% y en 6,54% para aquellas en moneda extranjera.

### Tipo de cambio

En el primer trimestre del año, las monedas de la región que se depreciaron con relación al informe anterior fueron el guaraní (3,85%), el peso uruguayo (3,27%) y el real brasilero (1,03%). En tanto que, el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano se apreciaron en 2,06% y 2,01% y 1,49%, respectivamente.

Por otra parte, en marzo de 2019, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció en 0,5%, menor a la observada al cierre del 2018 (3,1%). Esta disminución se explica fundamentalmente por una menor inflación externa y una mayor depreciación nominal de la moneda local (gráfico II.9).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

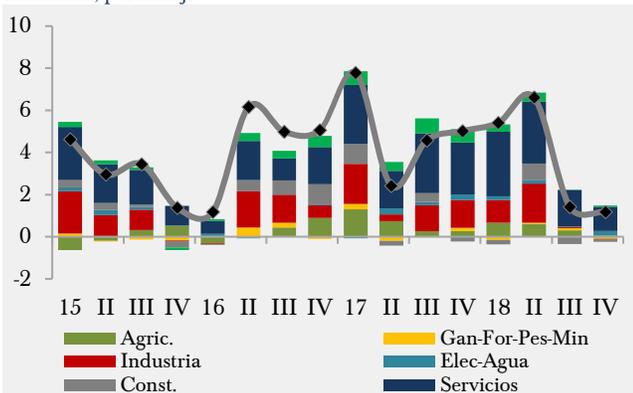
Sectores	Pond. 2017	2017				2018			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura	8,1	11,3	9,1	4,4	3,9	5,6	7,0	5,2	0,9
Ganadería, forestal, pesca y minería	3,3	8,2	-5,4	-0,7	4,6	-4,5	1,8	3,3	-3,3
Industria	20,0	10,2	1,7	6,2	6,9	5,6	9,7	0,2	-0,1
Electricidad y agua	8,2	-0,7	-4,8	-9,5	4,9	7,7	-0,5	-5,6	1,7
Construcción	5,9	16,4	-3,7	6,3	-3,4	-3,6	13,4	-5,0	-2,1
Servicios	47,1	6,3	3,8	6,0	5,1	7,0	6,2	3,6	2,4
Impuestos a los productos	7,4	9,0	5,8	9,2	8,4	4,7	5,6	0,1	0,7
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>7,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,1	7,9	2,8	6,1	5,3	5,2	7,3	1,8	1,4

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. 2017	2017				2018			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda Interna	95,6	8,9	12,6	2,7	0,6	8,0	4,5	9,8	1,6
Consumo hogares	63,8	4,4	3,3	5,9	4,6	6,5	4,3	2,3	2,5
Consumo gobierno	10,8	-0,6	5,0	3,0	1,4	9,4	5,7	6,8	3,2
Formación Bruta de Capital	21,0	27,5	57,9	-9,5	-10,3	11,1	4,8	44,8	-2,5
FBKF*		12,6	-3,4	10,4	4,3	0,0	11,4	-2,6	-1,4
Exportaciones	36,9	10,7	-15,4	14,3	28,1	2,5	20,0	-11,8	6,2
Importaciones	32,5	15,2	10,3	10,8	11,9	10,1	13,8	7,4	7,7
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>7,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

\*Representa aproximadamente el 89% de la FBK.

Fuente: Banco Central del Paraguay

#### Actividad y demanda

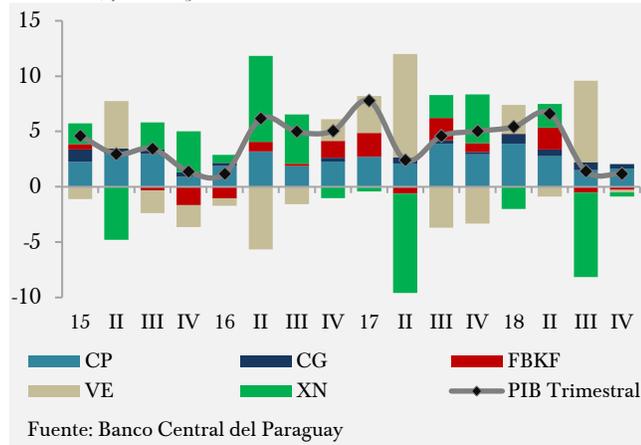
La actividad económica continuó moderándose en el último trimestre del 2018. El contexto internacional más complejo, sobre todo en el plano regional y los factores internos puntuales por el lado de la oferta han incidido en este comportamiento. En el cuarto trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 1,2% (1,4% en el trimestre anterior), explicado por los servicios (principalmente el comercio), la agricultura, electricidad y agua. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia fueron el consumo de los hogares y el consumo del gobierno. Con este resultado, la tasa de variación acumulada para el 2018 se situó en 3,6%.

El sector de los servicios verificó un crecimiento interanual de 2,4% en el cuarto trimestre de 2018. Este desempeño fue sostenido por los resultados positivos observados en la actividad comercial, hoteles y restaurantes, servicios a las empresas, servicios a los hogares, gobierno, intermediación financiera y telecomunicaciones (tabla III.1). Con este resultado, el sector cerró el 2018 con un crecimiento acumulado de 4,7%.

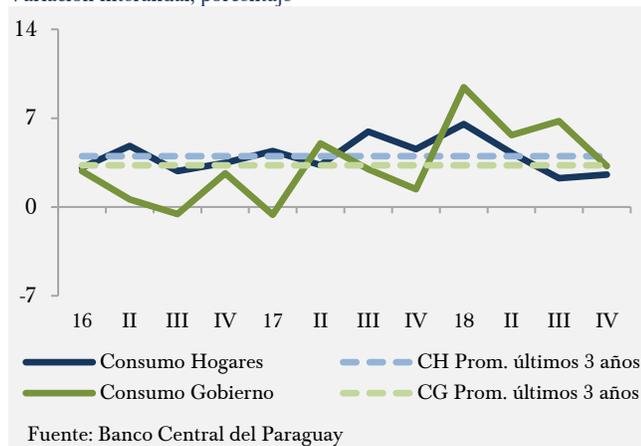
El sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de 1,7%. El desenvolvimiento favorable del trimestre se debió fundamentalmente a la mayor distribución de energía eléctrica. Sin embargo, fue atenuado por la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, que se vio afectada por la sequía en la zona de la cuenca del Paraná en el lado brasilero. De esta manera, la producción del sector acumuló un leve crecimiento de 1,1% en el 2018.

El sector agrícola presentó una variación interanual de 0,9% en el cuarto trimestre de 2018 (según los últimos registros oficiales de MAG), explicada por el importante incremento registrado en la producción de trigo y por los mayores volúmenes de producción de otros rubros agrícolas como maíz, mandioca, canola y yerba mate; crecimiento que se vio atenuado por la disminución de la producción de caña de

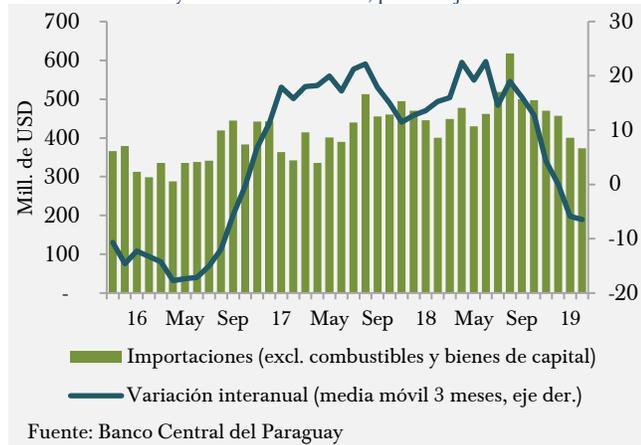
**Gráfico III.2**  
**PIB: componentes de demanda**  
Incidencia, porcentaje



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



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



azúcar, arroz y girasol. El crecimiento acumulado del sector al cierre del 2018 fue de 4,8%

Por su parte, la actividad manufacturera presentó una variación interanual de -0,1%, explicada principalmente por el menor desempeño de la producción de metales comunes, productos metálicos, maquinaria y equipo, madera, aceites, papel y productos del papel, cuero y calzado, bebidas y tabaco y carne. No obstante, se observaron resultados positivos en la producción de químico-farmacéuticos, lácteos, azúcar, textiles y prendas de vestir. De esta forma, la industria en el 2018 acumuló un crecimiento de 3,7%.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó una reducción de 3,3% con respecto al mismo trimestre del año 2017. El resultado del trimestre está explicado principalmente por el menor nivel de faenamiento de ganado bovino. Además, se observaron bajas en minería y forestal, las cuales están vinculadas en gran medida a los desenvolvimientos desfavorables de la construcción y de la industria de la madera, respectivamente. No obstante, estos resultados fueron parcialmente atenuados por los buenos niveles de producción de otros productos pecuarios como aves, cerdos, huevos y leche cruda. Con estos datos, el sector acumula una caída de -0,7% al cierre del año 2018.

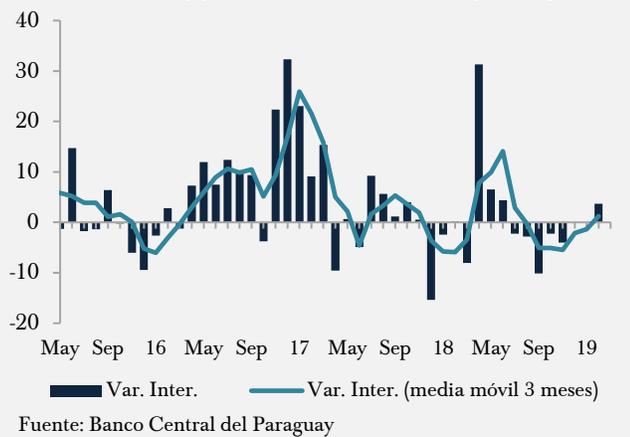
El sector de la construcción presentó una variación de -2,1% en el cuarto trimestre de 2018 (-5,0% tercer trimestre de 2018). El desempeño de la actividad estuvo influenciado principalmente por las condiciones climáticas adversas y una menor ejecución de las obras públicas. En este escenario se observó una menor demanda de los principales insumos utilizados por el sector como el cemento y los materiales refractarios. Con estos resultados el sector acumuló un crecimiento de 0,2% en el 2018.

Desde la perspectiva del gasto, en el cuarto trimestre de 2018, el crecimiento del PIB fue sostenido nuevamente por la demanda interna (incremento interanual de 1,6%). Entre los principales componentes de la demanda interna, se destaca el incremento de 2,7% en el consumo total y una disminución de 2,5% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones positivas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual de 2,5%, acumulando

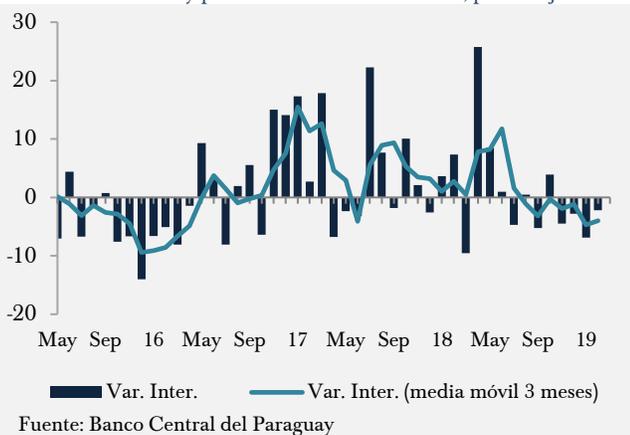
**Gráfico III.5**  
**Indicador del sector construcción**

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



un crecimiento de 3,9% en el año 2018. En el cuarto trimestre, el consumo de los hogares fue impulsado por los gastos en bienes no durables como compras de alimentos y bebidas; gastos en bienes durables como electrodomésticos y vehículos automotores y gastos en servicios como salud, educación y recreación. Por su parte, el consumo público también verificó un crecimiento de 3,2% en términos interanuales, mostrando esta trayectoria positiva por séptimo trimestre consecutivo y acumulando un crecimiento de 6,0% en el año 2018.

La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha registrado una leve disminución de 1,4% con respecto al mismo trimestre de 2017. Este desempeño estuvo influenciado principalmente por el menor nivel de las construcciones y la inversión en maquinarias y equipos.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron un crecimiento de 6,2% de forma interanual, mientras que las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 7,7%.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2018, con 1,5 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose el consumo total con 2,1 p.p., y atenuado parcialmente por la FBK con -0,5 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa de -0,4 p.p.

Finalmente, conforme a los indicadores adelantados de corto plazo, la mayoría de los sectores económicos mantendría una expansión moderada en el primer trimestre del 2019. Es conveniente recordar que la base de comparación es muy elevada, teniendo en cuenta que en el primer trimestre del 2018 la variación interanual fue de 5,4%. A esto se suma le suma el shock de oferta (sequía) que afectó a la agricultura y el menor caudal hídrico de la cuenca del río Paraná que condiciona la generación de energía eléctrica en el primer trimestre.

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

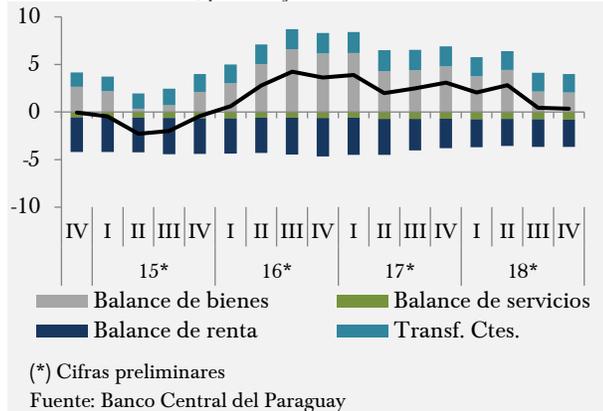


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2017*	2018 (f)	2019 (f)
<b>Cuenta Corriente</b> (mill. de USD)	<b>1.206,2</b>	<b>175,3</b>	<b>-173,1</b>
Balanza Comercial	1.872,2	887,3	550,9
Exportaciones	13.396,4	13.813,0	13.752,7
Importaciones	-11.524,2	-12.925,7	-13.201,8
Servicios	-273,0	-334,0	-339,0
Renta	-1.215,7	-1.179,5	-1.191,3
Transferencia Corriente	822,7	801,5	806,3
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Cuenta Corriente

Con respecto al IPoM anterior, la estimación del saldo de la cuenta corriente para el cierre del 2018 fue revisada a la baja, de USD 279 millones (0,7% del PIB) a USD 175 millones (0,4% del PIB). Este cambio se explicó principalmente por los recortes en los saldos de transferencia corriente, servicios y renta. Asimismo, la balanza comercial también fue ajustada la baja, aunque levemente, conforme a las cifras finales de comercio exterior (tabla III.3).

Para el año 2019, conforme las nuevas proyecciones de la campaña agrícola, se revisaron las estimaciones para las exportaciones, que marcan una leve disminución de sus valores totales, atenuada en parte por la expectativa positiva sobre el comportamiento de las reexportaciones, así como las exportaciones de bienes bajo el régimen de maquila.

En el caso de las importaciones y conforme a los datos disponibles para los primeros meses del año, se prevé un 2019 con un crecimiento menor al estimado en el informe anterior, basado en la desaceleración que se ha verificado en los primeros meses del año, principalmente los referidos a los bienes de consumo, esperando que se atenúen en cierta medida por las importaciones realizadas bajo los regímenes de turismo y de maquila.

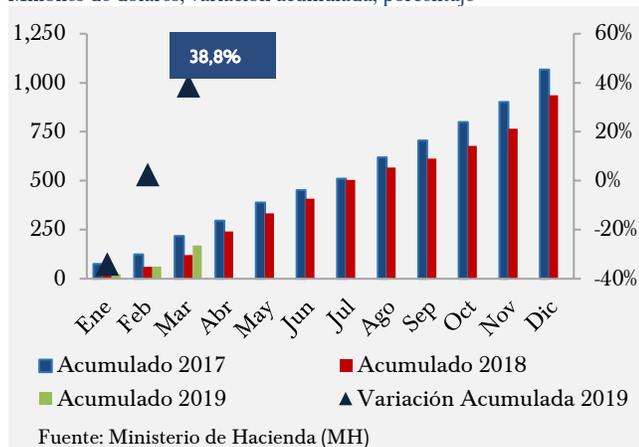
Con este escenario, la cuenta corriente estimada para el año 2019 cerraría con un déficit del orden de USD -173 millones (-0,4% de PIB) menor al previsto en el informe anterior.

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

	Acum. Marzo 2018	Acum. Marzo 2019	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>6.670</b>	<b>7.869</b>	<b>18,0%</b>
Ingresos tributarios	4.921	5.240	6,5%
Otros ingresos	1.749	2.628	50,3%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>6.953</b>	<b>7.704</b>	<b>10,8%</b>
Remuneración a los empleados	3.445	3.604	4,6%
Uso de bienes y servicios	648	777	19,9%
Intereses	452,6	540,7	19,5%
Donaciones	1.153,7	1.220,8	5,8%
Prestaciones sociales	1.174	1.279	8,9%
Otros gastos	1.686	2.044	21,2%
<b>Adquisición neta de activos no financieros</b>	<b>610</b>	<b>846</b>	<b>38,8%</b>
<b>Balance operativo neto</b>	<b>-283</b>	<b>165</b>	
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	<b>-893</b>	<b>-682</b>	

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)

## Finanzas públicas

En el primer trimestre del 2019, los ingresos totales recaudados han presentado un mayor dinamismo que el exhibido en igual trimestre del año pasado, mientras que, el gasto total mantuvo un crecimiento similar al observado en el mismo periodo del 2018. Como resultado, el balance fiscal anualizado a marzo fue deficitario, aunque en línea con la regla fiscal. Por otra parte, la inversión pública presentó una importante expansión en términos interanuales.

El ingreso total recaudado a marzo ascendió a 7,8 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 18,0%, muy superior al acumulado en el mismo periodo del año anterior (1,1%). Este resultado se explica, principalmente, por el aumento de los ingresos no tributarios<sup>3</sup> (50,3%), cuyos resultados acumulados al primer trimestre del año tuvieron una mayor incidencia (13,2 p.p.) en relación a los ingresos tributarios (4,8 p.p.) que se incrementaron en 6,5% (tabla III.4).

El gasto total obligado a marzo totalizó 7,7 billones de guaraníes, lo que representa un incremento de 10,8% respecto al acumulado a marzo de 2018. Se incrementaron los gastos en concepto de remuneración a los empleados, usos de bienes y servicios, prestaciones sociales y otros gastos.

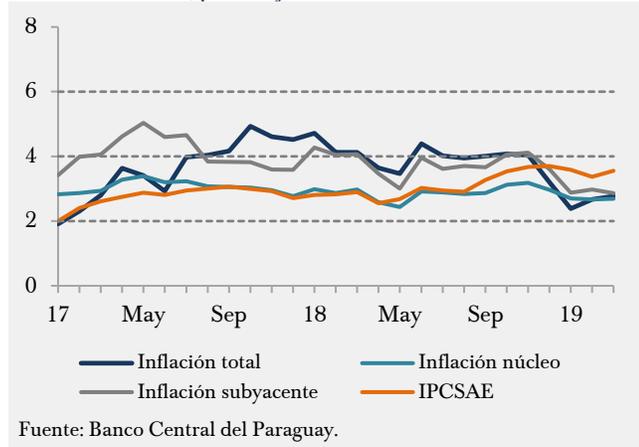
Por su parte, la Adquisición neta de activos no financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras, registró un incremento del 38,8% en el primer trimestre del año, con respecto al mismo periodo de 2018 (gráfico III.9).

Finalmente, con tales resultados de ingresos y gastos, la Administración Central arrojó un déficit de 0,6 billones de guaraníes al tercer mes del año, equivalente al 1,1% del PIB en términos anualizados y dentro de los márgenes establecidos en la Ley de Responsabilidad Fiscal (1,5% del PIB). Cabe mencionar que, el déficit fiscal en el año 2018 fue 1,3% del PIB.

<sup>3</sup> Incluyen entre otros a los ingresos provenientes de las Regalías y Compensaciones de Itaipú y Yacyretá y otras Rentas de la Propiedad.

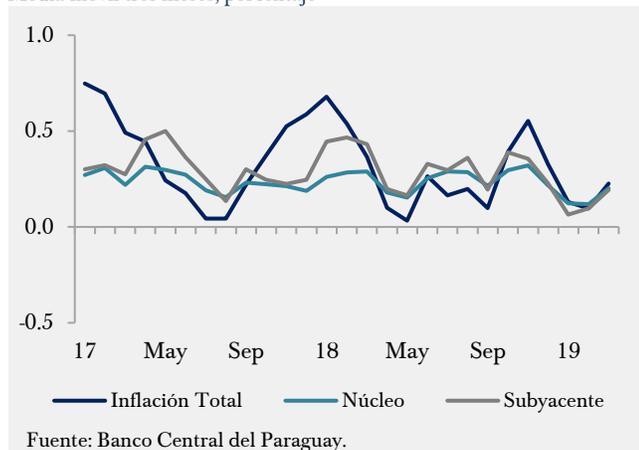
**Gráfico III.10**  
**Indicadores de inflación**

Variación interanual, porcentaje



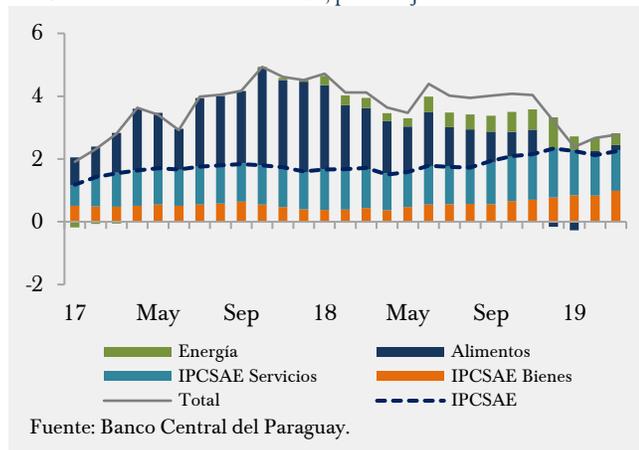
**Gráfico III.11**  
**Inflación mensual**

Media móvil tres meses, porcentaje



**Gráfico III.12**  
**IPC sin alimentos y energía**

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



## Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total, así como sus medidas de tendencia, se han ubicado en niveles más bajos en términos interanuales. Esto se debe principalmente a los menores incrementos observados en las agrupaciones de transporte, alimentos, y alojamiento, mantenimiento y reparación de vivienda.

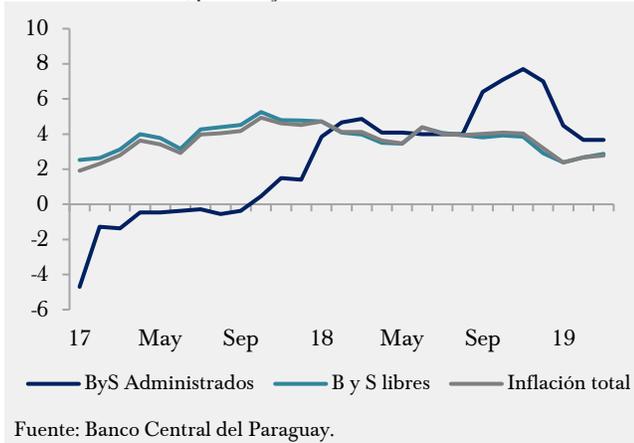
En el mes de marzo del 2019, la inflación interanual se ubicó en 2,8%, inferior a la tasa observada en diciembre de 2018 (3,2%). El promedio entre enero y marzo se situó en 2,6%, por debajo del 3,8% verificado en el cuarto trimestre del 2018, y también menor al promedio del 4,3% observado en el primer trimestre del año pasado.

Por su parte, en el lapso enero-marzo del 2019, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 2,9% y 2,6%, respectivamente. Estas tasas son inferiores a las verificadas en el último trimestre del 2018 (3,9% y 2,8%, respectivamente). Asimismo, la inflación núcleo interanual se redujo de 3,1% en el cuarto trimestre del 2018 a 2,7% en el primer trimestre de 2019 (gráfico III.10).

Por otro lado, la inflación total en términos mensuales promedió entre enero y marzo del corriente 0,2%, menor al 0,3% registrado entre octubre y diciembre del 2018, y también inferior al verificado en el primer trimestre del año pasado (0,4%). Por su parte, la inflación núcleo y la subyacente promediaron ambas una tasa del 0,2% (gráfico III.11).

El IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el primer periodo (enero - marzo) promedió una tasa de variación interanual de 3,5%, levemente inferior al promedio registrado en el último IPoM que fue del 3,6%. El comportamiento de este indicador estuvo explicado por la disminución observada en el IPCSAE servicios, cuya tasa promedio de variación interanual descendió del 4,1% en el cuarto trimestre del año pasado a 3,6% en el periodo de referencia actual. Este resultado se debió a la reducción de precios de algunos servicios relacionados al transporte, al mantenimiento de vivienda y a los paquetes turísticos al interior. Por su parte, el IPCSAE bienes promedió una tasa de variación de 3,5% entre enero y marzo, mayor a la

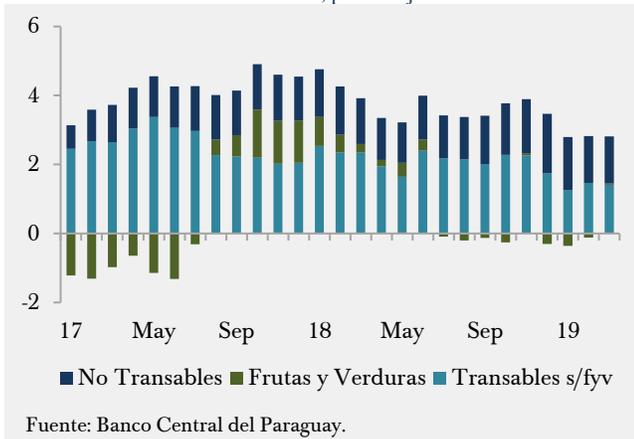
**Gráfico III.13**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.14**  
**Inflación de bienes transables y no transables**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.15**  
**Inflación de bienes transables y no transables**  
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



variación promedio interanual del 3% observada entre octubre y diciembre de 2018 (gráfico III.10) (gráfico III.12).

Por otro lado, los bienes administrados registraron una variación interanual promedio de 3,9%, por debajo del 7,3% observado en el cuarto trimestre del año 2018, debido principalmente a las menores variaciones interanuales registradas en los servicios de transporte urbano, de recolección de basura y de suministro de agua potable. Los bienes libres, por su parte, registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 2,6% (3,6% en el cuarto trimestre del 2018) (gráfico III.13).

Durante el primer trimestre del año 2019, los bienes y servicios no transables registraron una variación interanual promedio de 3,3%; inferior al 3,9% observado en el trimestre anterior. Este cambio viene explicado por los menores incrementos interanuales de los servicios básicos para la vivienda (gas, agua, recolección de basura, etc.), de los servicios de transporte y de los alimentos consumidos fuera del hogar (gráfico III.14) (gráfico III.15).

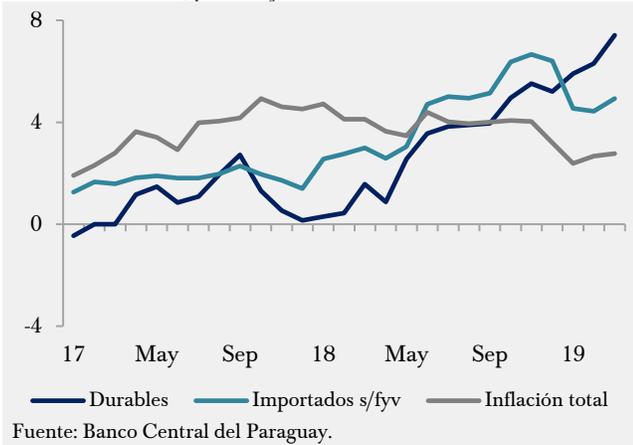
En contraste, en el trimestre entre enero y marzo, los precios de los bienes duraderos mostraron un aumento durante el periodo, especialmente de aquellos de origen importado, cuyo comportamiento está estrechamente relacionado con la depreciación del tipo de cambio nominal, guaraní respecto al dólar norteamericano (gráfico III.16).

Con respecto a los bienes derivados del petróleo, la disminución que ha tenido la cotización del crudo en los últimos meses del año anterior y en el periodo actual, llevaron a una reducción de los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico, apuntándose bajas en los precios de las naftas, gas licuado de uso doméstico y gasoil.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 24,9%, superior al promedio observado en octubre y diciembre 2018 que fue de 23,7%, aunque menor al promedio histórico de 34,2% (gráfico III.17).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en términos mensuales, el aumento fue 1,3% en el mes de febrero, superior a la variación

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



promedio mensual observada en el cuarto trimestre del año anterior (-0,5%) explicado por el aumento de los precios internacionales del maíz, carne, aceites, azúcar y café, mientras que, la variación interanual en este lapso fue -2,2%, por encima del -3,2% observado entre octubre y diciembre del año 2018 (gráfico III.18).

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

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



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



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

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

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

Fuente: Bloomberg

### Escenario base de proyección

Respecto al último IPoM, las principales economías avanzadas han revisado a la baja sus estimaciones de crecimiento para este año. En la región, las condiciones económicas en Argentina y Brasil siguen siendo débiles por lo que las proyecciones han sido revisadas nuevamente a la baja. En cuanto a la inflación, se esperan tasas más bajas en las economías avanzadas, mientras que se prevé una inflación más baja en Brasil y una más alta en Argentina.

Desde el IPoM de diciembre, las previsiones de crecimiento mundial para el 2019 se mantuvieron sin cambios en 3,4%. Para el año 2020, se espera que el crecimiento mundial sea de 3,3% (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento del PIB para el 2019 se revisaron a la baja (-0,2 p.p.) al ubicarse en 2,4%. En el 2020 se estima continuará observándose una desaceleración del crecimiento (1,9%).

De manera similar, las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas a la baja de 1,6% a 1,2% para el 2019, aunque se prevé una leve recuperación en 2020 (1,4%).

En China, la estimación de crecimiento para el 2019 se mantuvo en 6,2% y se prevé un crecimiento inferior en 2020 (6%).

En cuanto a las economías de la región, se prevé un menor crecimiento del PIB respecto a los señalado en el IPoM de diciembre. Para Brasil, se estima un crecimiento de 2,0% para el 2019 (2,4% informe anterior), mientras que para el 2020 se prevé una expansión de 2,5%. Por su parte, Argentina prevé una contracción económica de -1,0% en el 2019 (-0,6% IPoM anterior) y la recuperación de la actividad económica en 2020 (2,5%). En línea con ello y como fue señalado en el IPoM de diciembre, el impulso externo hacia la economía doméstica será menor a lo observado en los últimos años, así, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los

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

	2018	2019(f)	2019(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,2</b>
Agricultura	3,3	-3,0	-0,3
Ganadería	-2,4	2,0	0,0
Forestal, Pesca y Minería	3,2	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>
Manufactura	3,7	3,5	0,7
Construcción	0,2	5,0	0,3
Electricidad y Agua	1,5	-1,4	-0,1
<b>Sector Terciario</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>
Gobierno General	6,0	5,0	0,4
Comercio	7,4	2,4	0,3
Otros Servicios <sup>4</sup>	4,0	5,2	1,5
Impuestos	2,7	5,1	0,4
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
<b>PIB sin agricultura, ni binacionales</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

socios comerciales se ubican por debajo de las previstas en el IPoM anterior (tabla IV. 1).

Respecto a la inflación, en Estados Unidos se espera una menor tasa de inflación respecto a la prevista en el IPoM de diciembre. Así, la inflación se ubicaría en torno a 1,8% en el 2019 (2,1% informe anterior), y en torno a 2,2% en el 2020. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 2% y 2,1% respectivamente. Por otro lado, en la Eurozona, la inflación prevista para el 2019 es de 1,3%, inferior al 1,6% esperado en el IPoM de diciembre, y en el 2020 se ubicaría en 1,5%.

En la región, se incrementó la expectativa de inflación de 2019 en Argentina situándose en 32,1%, por encima del 28,1% esperado en el IPoM anterior. Para el año 2020, la inflación esperada es de 21,2%. Por otro lado, Brasil espera una inflación de 3,9% en el 2019, ligeramente por debajo del 4,2% previsto en el informe de diciembre. Por su parte, para el 2020 se espera una inflación de 4,0%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 2,55% en el 2019, marginalmente por debajo a lo previsto en el IPoM anterior (2,775%). Para el 2020, el rendimiento estimado es 2,7%. Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, las estimaciones indican que se ubicaría en el 2019 en promedio en 2,925% anual, lo que significa un aumento más gradual respecto al 3,35% esperado en el IPoM de diciembre. Para el año 2020 se espera que el rendimiento promedio se encuentre en torno a 3,1% anual.

En el plano doméstico, el crecimiento estimado para el 2019 fue corregido a la baja de 4,0% a 3,2%, teniendo en cuenta el comportamiento reciente de los distintos sectores económicos. Por el lado de la oferta, los ajustes más importantes se dieron en agricultura y en la producción de electricidad, sectores que han sido afectados por factores climáticos (sequía), mientras que, las manufacturas, el comercio y los otros servicios también fueron revisados a la baja, pero en menor magnitud. No obstante, se ajustó al alza los pronósticos de ganadería, construcción y gobierno general (tabla IV.2). Por el enfoque del gasto, se recortó la proyección de la

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

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

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	3,5	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,9	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	3,2	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

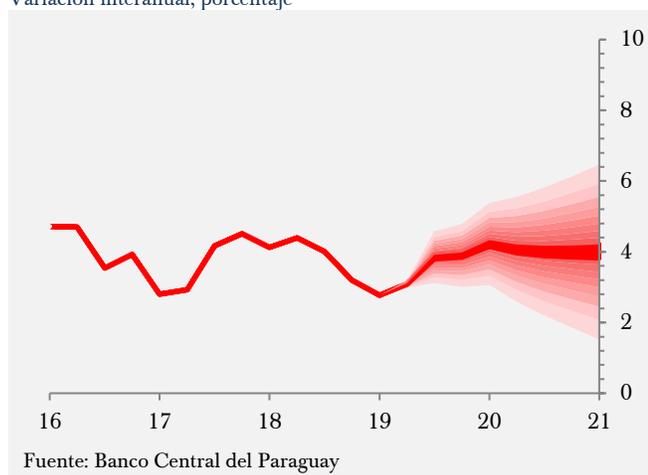
(f) Proyección

(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

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



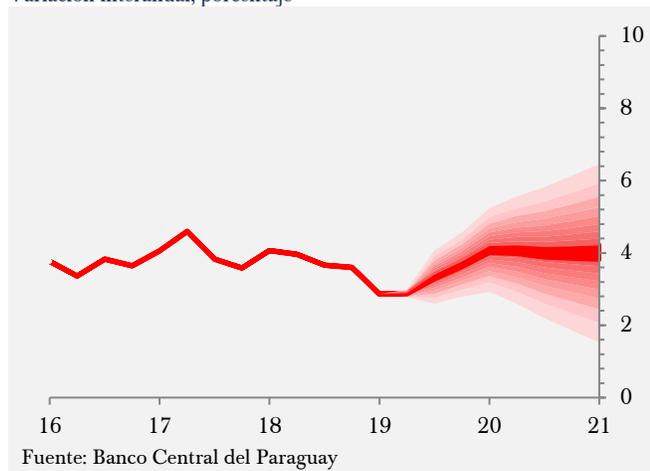
demanda interna, particularmente en los componentes del consumo privado e inversión, en tanto que, el consumo público tendrá una mayor expansión. Con relación a la demanda externa neta, la misma tendrá una incidencia negativa mayor a la prevista en el informe anterior, explicada por un recorte mayor en la estimación del nivel de las exportaciones, con relación al de las importaciones (tabla IV.3).

Con relación a los precios, la proyección de la inflación total para el 2019 se ajustó a la baja de 4% a 3,9%. Asimismo, el pronóstico de la inflación subyacente se redujo, de 4% a 3,7% (tabla IV.4). Estos cambios se explican principalmente por una brecha negativa interna y externa mayor a la prevista en el informe anterior, como así también por datos observados de inflación que se han situado por debajo de los pronosticados para los primeros meses del año. No obstante, este escenario base contempla un mayor nivel de depreciación con respecto a lo previsto en el IPoM de diciembre, en línea con la evolución reciente del tipo de cambio nominal, cuyo impacto se ha reflejado en la dinámica de la inflación de bienes importados. Conforme a la trayectoria más probable de las variables macroeconómicas externas e internas, la inflación permanecerá en niveles bajos en el segundo trimestre, a partir del cual convergerá gradualmente hacia la meta en el horizonte relevante de política monetaria (primer trimestre del 2021) (gráficos IV.1 y IV.2).

### Escenarios de Riesgo

En el plano internacional, persiste el sesgo a la baja de las perspectivas de crecimiento, teniendo en cuenta que los indicadores de corto plazo de las principales economías avanzadas y emergentes se han situado por debajo de lo anticipado por el mercado. En Estados Unidos, la actividad económica continúa expandiéndose a tasas menores a las esperadas anteriormente, al tiempo que las preocupaciones sobre la trayectoria de la inflación parecen haberse disipado. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) ha dado señales más claras de que mantendrá una actitud más paciente para dar los próximos pasos de política monetaria. De hecho, el mercado no espera aumentos de tasas para el 2019 e incluso se han incrementado las probabilidades de un cambio en la orientación de la política monetaria de la

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



Fed. En la Eurozona, las perspectivas de crecimiento se mantienen débiles, en medio de un complejo escenario de negociación del *Brexit*, cuya resolución se ha dilatado por la falta de acuerdo en el parlamento británico. En la misma línea que la Fed, el BCE ha asumido una posición más laxa con respecto a la evolución futura de las condiciones monetarias, aplazando la primera subida de los tipos de interés para finales del 2019 o incluso para marzo del 2020. Por un lado, la corrección a la baja en los pronósticos de crecimiento global representaría un menor impulso de la demanda externa para los países emergentes, mientras que, por otro lado, la posición más conservadora de los principales bancos centrales del mundo implicaría condiciones financieras internacionales más favorables (y menores presiones sobre las monedas a las inicialmente previstas), toda vez que este escenario de ralentización e incertidumbre global no se traduzca en un menor apetito por el riesgo.

Por su parte, en China, las últimas cifras económicas están reflejando una pérdida de dinamismo más allá de la prevista, lo que ha llevado a las autoridades a ampliar las medidas de estímulo fiscal y monetario, con el objetivo de evitar un ajuste brusco del crecimiento. Sin embargo, las vulnerabilidades derivadas del endeudamiento corporativo y del “*shadow banking*”, como así también la elevada deuda pública, representan un obstáculo para una estrategia de estímulos más agresiva en el corto plazo, teniendo en cuenta que podrían exacerbar las vulnerabilidades existentes y perjudicar las perspectivas de mediano plazo. La meta de crecimiento del gobierno chino para el 2019 se ubica entre 6,0% y 6,5%, menor a la del 2018 (6,6%). En cuanto a las tensiones comerciales con Estados Unidos, se ha postergado nuevamente la imposición de aumentos arancelarios por el avance satisfactorio de las negociaciones en torno a un acuerdo entre las partes, aunque el comercio internacional permanece débil a causa de esta disputa. El escenario de ralentización más acelerada de la economía global y, en particular de China, implican presiones a la baja para los precios de los *commodities*; no obstante, una resolución favorable del conflicto comercial podría contribuir a atenuar o contrarrestar este efecto.

En la región, el panorama económico en Argentina continúa siendo incierto. Los indicadores de actividad económica y de confianza permanecen débiles, mientras

que la inflación ha seguido repuntando en meses recientes. Asimismo, el peso argentino se ha debilitado nuevamente desde el último IPoM. Se prevé una mejora de la economía en el segundo semestre, explicada en parte por la recuperación de la producción agrícola que fue afectada por la sequía en el 2018. Una fuente de incertidumbre importante para las perspectivas de recuperación se deriva del ámbito político. Los costos sociales del proceso de corrección de los desbalances macroeconómicos han debilitado el apoyo popular del gobierno actual, y en ese sentido, surgen las dudas con relación a la continuidad de estos programas de ajuste implementados en el marco del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, en caso de que los resultados electorales no favorezcan al candidato del oficialismo. En lo que respecta a Paraguay, el deterioro económico (y la depreciación) de Argentina redujo notoriamente el flujo de turistas, afectando principalmente al comercio fronterizo y a los sectores ligados al turismo. Los últimos datos de depreciación del peso implican una mayor apreciación del tipo de cambio real bilateral de Paraguay, sin embargo, el aumento de la inflación en Argentina, como así también la depreciación del guaraní (en línea con la dinámica de las monedas de otros países de la región con sólidos fundamentos macroeconómicos), han estado atenuando el efecto.

En Brasil, si bien se mantienen las perspectivas de recuperación, son menos positivas con relación a las previsiones iniciales. Los indicadores de corto plazo y la confianza del consumidor han mantenido un comportamiento al alza a inicios del 2019, mientras que la inflación se ha mantenido cercana a la meta. No obstante, el entorno externo menos favorable representa una presión a la baja para el crecimiento en el corto plazo. Por otro lado, la agenda de reformas del gobierno ha sido bien recibida por el mercado desde el principio, y esto se ha reflejado en el riesgo país y en los índices accionarios. Sin embargo, luego de la presentación al congreso de la reforma de pensiones y a medida que se aproxima su tratamiento, las protestas sociales se han intensificado, lo cual podría complicar su aprobación. Además, algunos hechos recientes en el ámbito político (arresto de un ex presidente y de un ex ministro) pueden también empañar el tratamiento del proyecto en el parlamento. En este escenario de menor optimismo, es más probable que sea aprobada una reforma de pensiones menos ambiciosa,

que en cierta medida podría contribuir a frenar el ritmo de endeudamiento, aunque en un futuro cercano requerirá nuevos ajustes fiscales. En lo que respecta a Paraguay, el crecimiento de la actividad económica en Brasil (aunque menor a lo previsto) implica de todas maneras un factor positivo para la dinámica local en el corto plazo, comparado con un resultado que podría haber sido más adverso. Además, el tipo de cambio real bilateral se encuentra en un nivel más favorable para el comercio de frontera, con respecto a lo observado hacia finales del tercer trimestre del 2018.

Por otro lado, el incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales, conjuntamente con la depreciación de la moneda local implicarían presiones sobre los precios de los combustibles en el ámbito doméstico, y en consecuencia sobre la inflación, por eventuales efectos de segunda vuelta. No obstante, es apropiado señalar que, conforme a la evidencia de los últimos años, los efectos sobre la inflación subyacente y total han sido moderados.

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

## Recuadro I: Análisis de la evolución reciente de la actividad económica

### Introducción

Tras un importante crecimiento del PIB en el primer semestre del 2018, los indicadores han reflejado un menor dinamismo de la actividad económica en la segunda parte del año. Esta moderación podría ser explicada, en parte, por el impacto del deterioro económico regional, que fue amplificado por factores domésticos, especialmente de oferta.

Al respecto, este apartado pretende ofrecer una explicación más detallada de la evolución reciente de la actividad económica y de las probables causas señaladas del menor ritmo de expansión.

### Revisión de los datos económicos

#### PIB trimestral

El dinamismo económico en los primeros meses del año 2018 fue significativo, con tasas de crecimiento de 5,4% y 6,6% en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Sin embargo, en el tercer trimestre, la tasa se redujo a 1,4%, manteniéndose en esos niveles hasta el último periodo del año (1,2%).

**Gráfico I**  
PIB trimestral

Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Este menor desenvolvimiento de la economía agregada se explicó principalmente por una desaceleración de la industria, de los servicios (incluido el comercio) y de la agricultura, como así también por la caída observada en

los sectores de construcción, electricidad y ganadería (tabla I).

**Tabla I**

#### PIB trimestral por el lado de la oferta

Variación interanual, porcentaje

	2018			
	IT	IIT	IIIT	IVT
Agricultura	5,6	7,0	5,2	0,9
Ganadería, forestal, pesca y minería	-4,5	1,8	3,3	-3,3
Industria manufacturera	5,6	9,7	0,2	-0,1
Electricidad y agua	7,7	-0,5	-5,6	1,7
Construcción	-3,6	13,4	-5,0	-2,1
Comercio y Servicios	7,0	6,2	3,6	2,4
PIB	5,4	6,6	1,4	1,2

Fuente: BCP

Por el lado del gasto, la moderación se reflejó en la dinámica del consumo privado, como así también en la contracción de la formación bruta de capital fijo. Adicionalmente, las exportaciones netas ejercieron presión a la baja sobre el crecimiento, específicamente en el tercer trimestre (tabla II).

**Tabla II**

#### PIB trimestral por el lado de la demanda

Variación interanual, porcentaje

	2018			
	IT	IIT	IIIT	IVT
Consumo de hogares	6,5	4,3	2,3	2,5
Consumo de gobierno	9,4	5,7	6,8	3,2
FBCF	0,0	11,4	-2,6	-1,4
Exportaciones	2,5	20,0	-11,8	6,2
Importaciones	10,1	13,8	7,4	7,7
PIB	5,4	6,6	1,4	1,2

Fuente: BCP

#### Empleo

El empleo total ha mantenido una tasa de crecimiento positiva, explicada en gran parte por la expansión registrada en el sector terciario, específicamente en los servicios comunales, sociales y personales, y en otros.

Sin embargo, los subsectores de comercio, restaurantes y hoteles, como así también construcción e industrias manufactureras han mostrado un menor dinamismo, coherente con el desempeño de la actividad económica a nivel sectorial (tabla III).

**Tabla III**

**Empleo por sector económico**

Variación interanual, porcentaje

	IT 18	IIT 18	IIIT 18	IVT 18
<b>Total país</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>
<b>Primario</b>				
Agricultura, Ganadería, Caza y Pesca	1.8	2.5	-3.2	2.2
<b>Secundario</b>	<b>-7.9</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.5</b>	<b>0.0</b>
Industrias Manufactureras	-6.5	0.6	11.1	2.2
Construcción	-9.7	-5.2	-7.9	-3.1
<b>Terciario</b>	<b>7.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.1</b>	<b>4.8</b>
Comercio, Restaurantes y Hoteles	6.9	2.0	0.7	-1.2
Servicios Comunales, Sociales y Personales	7.0	11.2	4.0	9.2
Otros (*)	10.4	1.8	12.9	10.8

(\*Incluye: Electricidad, Gas y Agua; Transporte, Almacenes y Comunicaciones y Finanzas, Seguros e Inmuebles)

Fuente: DGEEC

**Probables causas de la moderación**

**Entorno regional**

A comienzos del 2018, las perspectivas de recuperación de las economías de los países vecinos eran bastante favorables. Sin embargo, a partir de inicios del segundo trimestre, el deterioro fue significativo, particularmente de la economía argentina. En el caso de Brasil, si bien la actividad continuó expandiéndose, las cifras de crecimiento se fueron corrigiendo a la baja durante el año.

Además, en este escenario, se observó una depreciación sustancial del peso argentino, y en menor medida, del real brasileño. Dado que el guaraní se depreció a un menor ritmo, esto se tradujo en una apreciación real bilateral de Paraguay respecto a estos dos países (gráfico II).

**Gráfico II**  
**Tipo de cambio real bilateral**

Variación interanual, porcentaje

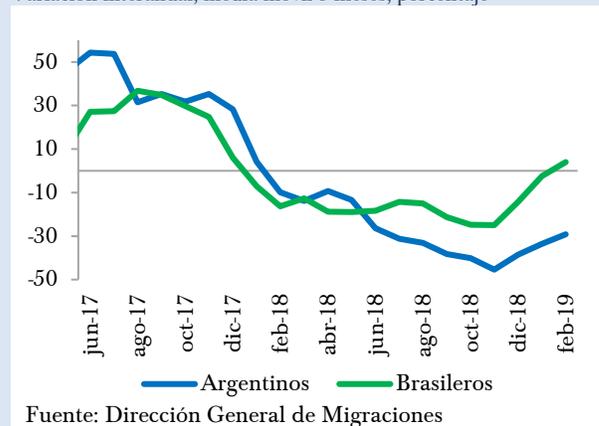


Fuente: BCP

La situación económica más frágil de los países vecinos y la apreciación real del guaraní, finalmente terminó impactando al flujo de turistas provenientes de estos países y, consecuentemente, al comercio en las zonas fronterizas (gráficos III y IV). Otros sectores relacionados al turismo también perdieron ímpetu durante la segunda mitad del 2018, particularmente hoteles y restaurantes.

**Gráfico III**  
**Entrada de turistas**

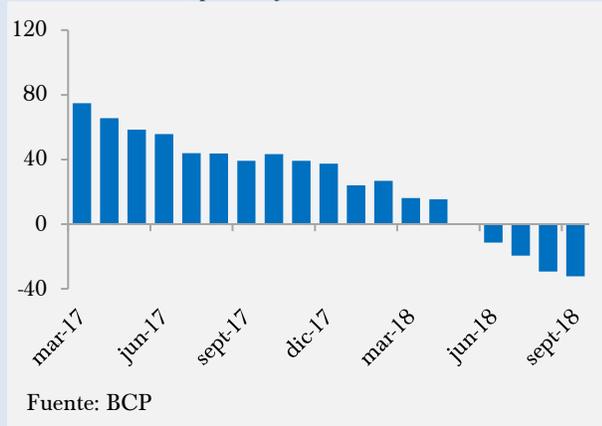
Variación interanual, media móvil 3 meses, porcentaje



Fuente: Dirección General de Migraciones

**Gráfico IV**  
**Reexportaciones**

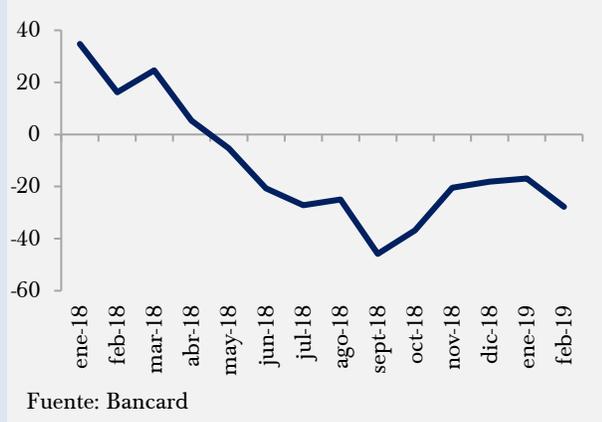
Variación interanual, porcentaje



Otra manera de visualizar el impacto, es a través de la caída de las compras de extranjeros con tarjeta de crédito, que se refieren en gran medida a compras de argentinos y brasileros en las ciudades fronterizas (gráfico V).

**Gráfico V**  
**Compras de extranjeros con tarjeta de crédito**

Variación interanual, porcentaje



**Factores internos**

Adicional al impacto del choque regional, algunos factores internos, especialmente de oferta, amplificaron la moderación de la actividad económica.

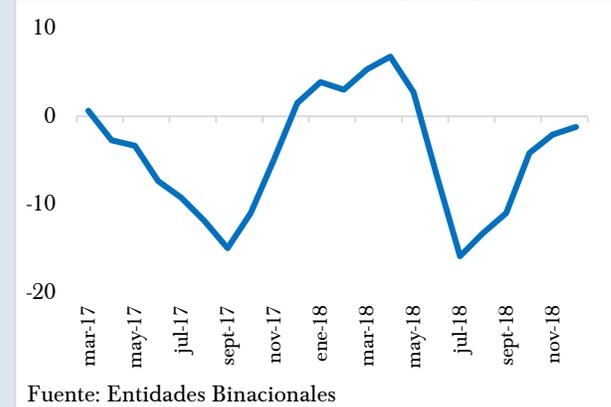
**Generación de electricidad**

Por una parte, la sequía en la cuenca del río Paraná, en el lado brasileño, redujo el caudal hídrico para la generación de electricidad por parte de las

hidroeléctricas Itaipú y Yacyretá. Así, la producción de las mismas disminuyó en el segundo y tercer trimestre, con respecto a los niveles observados en el mismo periodo del año 2017 (gráfico VI). A pesar de la reducción, es importante señalar que el nivel acumulado en el 2018 se ubicó entre los más elevados de los últimos años.

**Gráfico VI**  
**Producción de las Binacionales (GWh)**

Variación interanual, media móvil 3 meses, porcentaje

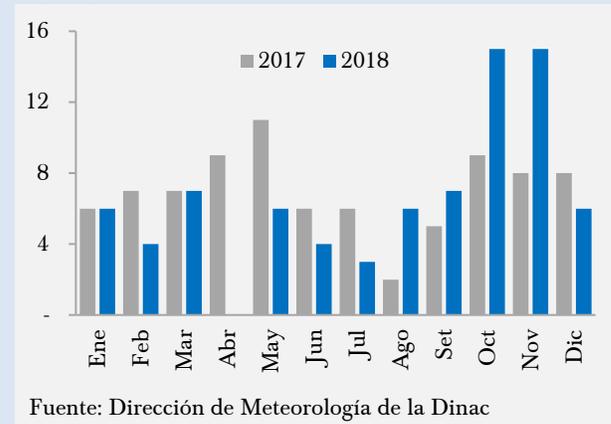


**Construcciones**

Por otro lado, el sector de las construcciones se contrajo durante el segundo semestre debido, en parte, a las condiciones climáticas menos favorables (lluvias) que impidieron el desarrollo normal de las obras, principalmente en la última parte del año (gráfico VII).

**Gráfico VII**  
**Lluvias en días laborales en Asunción**

Cantidad

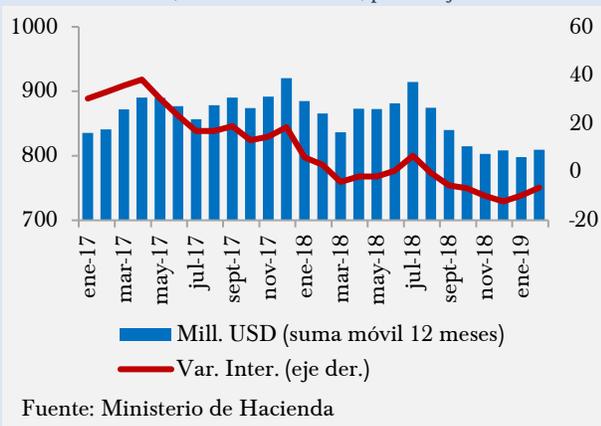


Adicionalmente, en el transcurso del año se produjo la transición a la nueva administración gubernamental, que influyó en la dinámica de las obras públicas, que en el 2018 registró una caída del 12% (gráfico VIII). No obstante, para el presente año los planes apuntan a un crecimiento en torno al 12%<sup>5</sup>.

**Gráfico VIII**

**Adquisición neta de activos no financieros**

Millones de dólares, variación interanual, porcentaje



En este punto es importante acotar que los sectores de la industria ligados a la construcción, como la producción de minerales no metálicos y productos metálicos, también han experimentado un frágil desempeño en la segunda parte del año.

*Industria cárnica y ganadería*

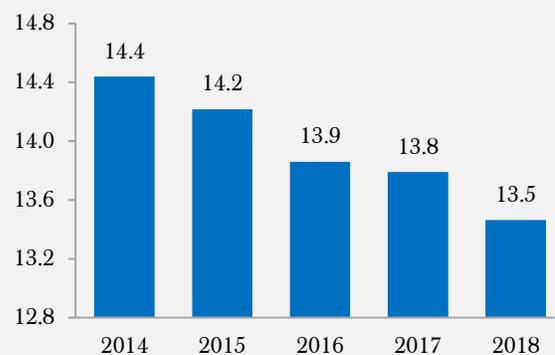
El sector cárnico experimentó una expansión sostenida en los últimos años, impulsado por los mejores precios internacionales y un mercado externo cada vez más amplio. Entre los años 2000 y 2003, el promedio de exportaciones de carne vacuna se situaba por debajo de 50.000 toneladas, mientras que en el periodo 2014-2018 superó las 305.000 toneladas, lo que indica un crecimiento superior al 500% en un lapso de aproximadamente 15 años. Además, la cantidad de mercados aumentó de 34 países en el 2003 a 52 países en el 2018. No obstante, una gran proporción continúa siendo enviada a unos pocos destinos, entre ellos: Rusia, Chile, Vietnam, Brasil e Israel (86% en el 2018).

El escenario favorable para las exportaciones ha impulsado el incremento de la capacidad instalada de los frigoríficos, acelerando con ello el ritmo de faenamiento. Por otro lado, factores climáticos (inundaciones) perjudicaron el índice de preñez y la cría del ganado bovino. Dada la alta demanda, relativa a la oferta, aumentó la cantidad de faena de las vacas vientres, en detrimento de la producción primaria futura. Todos estos elementos finalmente influyeron en la reducción del hato ganadero en los últimos años (Gráfico IX).

**Gráfico IX**

**Bovinos vacunados**

Cantidad (millones)



Fuente: SENACSA

Con respecto al comportamiento reciente, además de la reducción del hato ganadero, la industria cárnica fue afectada por una mayor competitividad en los mercados internacionales de la producción argentina y brasilera, debido a la depreciación importante de sus monedas durante el 2018. Finalmente, es importante señalar que el debilitamiento de este sector también afectó a la actividad relacionada a la producción de cueros.

**Comentarios finales**

Ante la moderación del ritmo de crecimiento, tanto la política fiscal como la política monetaria han dado los primeros pasos para darle un mayor impulso a la actividad económica en los próximos meses.

Por un lado, el fisco planifica acelerar los desembolsos para la inversión en infraestructura durante el 2019,

<sup>5</sup> <http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/index.php?c=972&n=11101+>

que podría contribuir a dinamizar, en parte, la actividad económica en el corto plazo, pero que además tendría un efecto de largo plazo sobre el crecimiento, al aumentar el stock de capital y mejorar la productividad de las empresas.

Por otro lado, el Banco Central del Paraguay, teniendo en cuenta la evolución de la inflación y del sector real, ha relajado las condiciones monetarias de la economía, a través de la reducción de su tasa referencial en dos oportunidades. Adicionalmente, la banca estatal (Banco Nacional de Fomento) ha recortado sus tasas de interés y ampliado los plazos para los créditos destinados a las microempresas.

En el primer semestre del 2019, se prevén tasas bajas de crecimiento para los principales sectores económicos, teniendo en cuenta la base de comparación más exigente de la primera mitad del 2018. En ese sentido, se espera un repunte de las tasas interanuales en el segundo semestre del año. Un factor de presión a la baja sobre las perspectivas de crecimiento fue la sequía, que afectó principalmente a la producción de soja y por ende a los sectores ligados a este rubro. Además, la sequía en la cuenca del Paraná ha seguido afectando la producción de energía eléctrica.

Con respecto al hato ganadero, es apropiado puntualizar que en la última vacunación del 2019 se constató una recuperación luego de cuatro años de caídas consecutivas, lo cual podría influir positivamente en la dinámica de toda su cadena productiva. Además, los últimos datos de faenamiento han verificado un leve incremento en el rendimiento (kilogramos por cabeza faenada). Sin embargo, algunos factores puntuales están afectando negativamente la producción de algunos de los principales frigoríficos.

Finalmente, es importante resaltar que los “vientos a favor” del contexto internacional, que han contribuido al crecimiento económico, se han ido desvaneciendo en los últimos años. El periodo favorable fue aprovechado por Paraguay para mejorar el marco de sus políticas macroeconómicas, que fue ratificado con la implementación del esquema de metas de inflación en el 2011 y la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal en el 2013. No obstante, para sostener el

crecimiento de largo plazo, es necesario seguir avanzando en las reformas tendientes a incrementar la competitividad de la economía. En esta línea, recientemente las autoridades económicas presentaron al Congreso Nacional un paquete de leyes que contribuirá a mejorar el clima de negocios. Además, la intención es seguir apostando a la inversión en infraestructura, como así también iniciar el proceso hacia una reforma educativa.

## Recuadro II: Análisis del Costo de la Política Monetaria

### Introducción

Los bancos centrales desempeñan un rol esencial para garantizar la estabilidad económica y financiera de los países al mantener la inflación baja y estable en el tiempo. Sin embargo, la ejecución de la política monetaria y gestión de la liquidez del mercado conlleva costos que inciden en el presupuesto monetario de los bancos centrales.

Desde mayo de 2011, la política monetaria en Paraguay se rige por un esquema de metas de inflación, cuyo objetivo primordial es controlar la inflación dentro de un marco de transparencia y rendición de cuentas. En la actualidad, la meta fijada por el Banco Central del Paraguay (BCP) es 4% anual, con un rango de tolerancia de +/-2,0 puntos porcentuales. Para lograr este objetivo, el BCP cuenta con instrumentos operacionales de administración de liquidez en el sistema financiero, cuyas emisiones generan pagos de intereses y otras remuneraciones que constituyen el costo de la política monetaria.

Este recuadro tiene como objetivos, describir cuáles son los instrumentos, las partidas que componen el costo de la política monetaria y analizar su evolución en el periodo reciente.

### Instrumentos de política monetaria del BCP

El BCP implementa su política monetaria fijando un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria (*overnight*), conocido como la Tasa de Política Monetaria (TPM), cuyo valor se determina en las reuniones mensuales del Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA). Para lograr que la tasa interbancaria, es decir, la tasa a la que se prestan las instituciones financieras entre sí a 1 día de plazo, se sitúe en niveles cercanos a la TPM, el BCP administra la disponibilidad de liquidez del sistema financiero a través

de operaciones de mercado abierto y otras operaciones monetarias que utilizan una serie de instrumentos tales como: las Letras de Regulación Monetaria, la Facilidad Permanente de Depósitos, la Facilidad Permanente de Liquidez, Otras Facilidades, Operación de Sintonía Fina y el Encaje Legal<sup>6</sup>. Se detallan a continuación solamente aquellas operaciones que generan un costo de política monetaria.

- **Letras de Regulación Monetaria (LRM):** Son títulos de deuda cupón cero a un plazo máximo de 1,5 años colocados a través de subastas competitivas. En situaciones de excedente de liquidez, el BCP realiza colocaciones de LRM, mientras que, en situaciones de déficit de liquidez, las deja vencer o realiza colocaciones menores al vencimiento. Su emisión genera pago de intereses.
- **Facilidad Permanente de Depósitos (FPD):** es un instrumento que permite a las entidades financieras colocar sus excesos de liquidez en el BCP al plazo de 1 día hábil.
- **Operación de Sintonía Fina o Administración de Liquidez de Corto Plazo (ADL):** consiste en la administración de liquidez mediante subasta de depósitos (contracción de liquidez) o subasta de operaciones de reporto (inyección de liquidez) a través de LRM y Bonos del Tesoro.
- **Encaje Legal:** representa un porcentaje de los depósitos en moneda nacional (MN) y moneda extranjera (ME) que se mantienen en el BCP. Para efectuar la remuneración se considera el promedio del encaje legal mínimo mantenido durante el mes a remunerar y la proporción que supere al 7% para MN y el 10% para ME. La tasa anual de remuneración en MN es equivalente a la tasa nominal promedio ponderada de las operaciones pasivas del sistema bancario correspondiente al mes

<sup>6</sup> Para más detalle sobre la operativa de cada instrumento ver la Guía de Instrumentos de Política Monetaria disponible en la web. <https://www.bcp.gov.py/notas-metodologicas-y-articulos-de-interes-i540>

anterior. La tasa de remuneración en ME es equivalente a la tasa LIBOR de 30 días correspondiente al mes anterior al de la remuneración del encaje<sup>7</sup>.

### Evolución y composición del costo de política monetaria

El costo de política monetaria totalizó 920,5 mil millones de guaraníes (159 millones de dólares) en 2018 equivalente al 0,4% del PIB (gráfico I). El gasto en el que se incurre cada año responde principalmente a las condiciones económicas y financieras, actuales y esperadas, tanto del ámbito nacional como internacional, a las necesidades de liquidez del mercado y a la evolución de la inflación actual y esperada. Además, es importante mencionar que los efectos de la política monetaria sobre la economía se transmiten con cierto rezago, por lo que, las decisiones sobre las operaciones monetarias que se implementan en un año determinado dependen del análisis prospectivo de un conjunto de variables macroeconómicas y financieras.

**Gráfico I**  
Costo de política monetaria

Miles de millones de guaraníes; variación



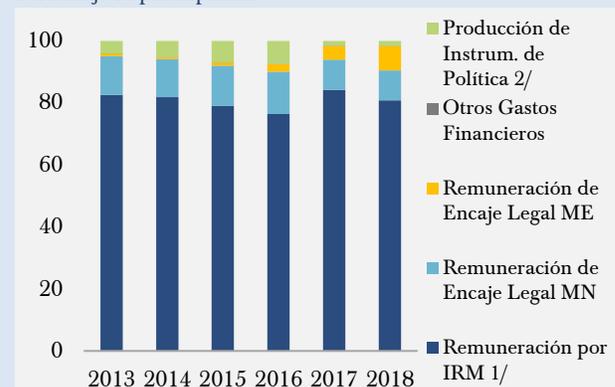
Fuente: BCP

En cuanto a los componentes del costo de política monetaria, la emisión de instrumentos por el BCP constituye el principal elemento de apoyo para la implementación de la política monetaria. Así, la remuneración de instrumentos de regulación monetaria (IRM), que comprende todas las operaciones de mercado abierto, representó en 2018 el 80,8% del costo de política monetaria. Por su parte, la remuneración de encaje legal

por depósitos en moneda nacional representó el 9,6% del gasto, mientras que la remuneración de encaje legal por depósitos en moneda extranjera fue 7,9% del costo. Al respecto, la remuneración del encaje en moneda extranjera se ha incrementado en los dos últimos años debido a que este costo está ligado al comportamiento de la tasa Libor de 30 días, la cual se ha ido incrementado con el proceso de normalización de tasas de interés internacionales. Por otro lado, los gastos incurridos para la producción de los instrumentos de política monetaria y otros gastos financieros representaron el 1,6% del costo total de política monetaria en 2018 (gráfico II).

**Gráfico II**  
Componentes del costo de política monetaria

Porcentaje de participación



Fuente: BCP

Nota:

1/ Los IRM incluyen las LRM, FPD y otras operaciones de Mercado Abierto.

2/ Incluye: Transp. de Caudales de Trib. Aduaneros, Serv.de informac.Financ. y Econ., Impresión de bill. y LRM y Comis. y Otros Gastos Externos.

En 2018, la tasa de interés promedio ponderado de las LRM promedió 5,7% anual, inferior al promedio observado en 2017 (6,2%). Por su parte, la tasa de la FPD se mantuvo constante en 5% durante el año, en un nivel también menor a la tasa promedio del año anterior (5,2%).

### Efectos en la economía

La tarea de controlar la liquidez del mercado implica incurrir en ciertos costos para el balance monetario del Banco Central. Sin embargo, los beneficios para la economía de lograr mantener un entorno de inflación

<sup>7</sup> Resolución BCP N° 13. Acta N° 8 de fecha 29 de enero de 2015.

baja y estable, más que compensan los costos asociados a la ejecución de la política monetaria.

En particular, una inflación baja contribuye a incrementar el bienestar de la población de diversas maneras:

- Disminuye la incertidumbre e incentiva la inversión: Las personas y las empresas pueden tomar decisiones de inversión con mayor confianza por la menor incertidumbre sobre su poder adquisitivo y sobre los precios relativos. Esto favorece a una asignación eficiente de los recursos y, en consecuencia, incide positivamente en el crecimiento económico.
- Promueve el uso eficiente de los recursos productivos: Cuando la inflación es alta los individuos gastan parte de su tiempo y recursos en la búsqueda de mecanismos para protegerse de la inflación.
- Evita una redistribución arbitraria del ingreso: Una inflación alta es un impuesto regresivo que perjudica a la población más pobre.

Por otra parte, el costo de la política monetaria en el que se incurre por el pago de intereses y otras remuneraciones podría parecer alto en términos nominales. Sin embargo, el costo sería mucho más elevado para la sociedad, indudablemente, en caso de que el banco central se viera limitado en sus intervenciones para efectuar operaciones de mercado abierto y otras operaciones monetarias. Si ese fuera el escenario, el banco central no ejercería la política monetaria con efectividad, ya que tendría dificultad para cumplir con el objetivo de inflación. La pérdida de credibilidad del banco central sería una de las primeras consecuencias al no poder reaccionar con flexibilidad a desvíos de inflación respecto a la meta. A esto podría sumarse el deterioro del bienestar de la población y de la imagen del país.

### Consideraciones finales

El mejor aporte que puede brindar el Banco Central a la sociedad es mantener una inflación baja, estable y previsible en el tiempo. Para lograr dicho objetivo, es una condición importante que el banco central sea autónomo

a fin de utilizar con flexibilidad los instrumentos de política monetaria que le permiten administrar la liquidez del mercado.

Sin embargo, la emisión de los instrumentos de regulación monetaria y de control de la liquidez representan gastos para el Banco Central. El gasto de política monetaria podría, en ocasiones, parecer elevado, sin embargo, contar con una macroeconomía estable tiene innumerables beneficios para la sociedad, puesto que genera las condiciones apropiadas para la inversión y, en consecuencia, para el crecimiento económico y la generación de empleo de la población.

## Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Informe de Política Monetaria**  
Marzo 2019



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay