



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Setiembre
2015

BCP © Derechos Reservados 2015



Banco Central del Paraguay



Banco Central
del Paraguay

Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	19
III. Escenario Doméstico	23
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	31
Recuadro I	35
Evolución reciente del tipo de cambio y la inflación	
Recuadro II	39
Desaceleración de China y sus posibles efectos sobre Paraguay	
Glosario	42

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 30 de setiembre. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

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

Objetivo

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

Meta de inflación

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

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Banco Central
del Paraguay

Resumen Ejecutivo

En el escenario internacional se destaca la mayor incertidumbre en los últimos meses. Así, en las economías desarrolladas, si bien en los Estados Unidos existen expectativas de crecimiento más elevado al indicado en el IPoM anterior, la Eurozona tendría una dinámica más moderada a la prevista. Por otra parte, la economía de China se ha desacelerado más de lo esperado, situación que llevó al gobierno a la adopción de medidas cambiarias y monetarias buscando atenuar el menor dinamismo de la actividad económica. Esto impactó con menores precios de commodities y una importante reacción de los principales mercados financieros internacionales. En América Latina, mientras tanto, continúa el persistente deterioro de la actividad económica y sus expectativas de mediano plazo, siendo el desenvolvimiento económico de Brasil el principal factor detrás de este comportamiento.

En Estados Unidos, las revisiones al alza del primer y segundo trimestre han contribuido a una mejora en sus perspectivas de crecimiento con relación a estimaciones previas. Este mejor panorama se explica principalmente por una corrección en los datos de inversión fija no residencial, los inventarios privados, el gasto de gobierno y en el consumo personal. A su vez, el mercado laboral continúa con buen dinamismo, pese a una leve moderación, en el margen, de algunos indicadores puntuales del sector. Por otra parte, más allá de la decisión adoptada en la última reunión de la Reserva Federal, continúa la incertidumbre asociada al inicio de la normalización monetaria y sus eventuales efectos en los mercados financieros internacionales.

En la Eurozona, se resalta el moderado dinamismo de su actividad económica. Las cifras del primer y segundo trimestre fueron corregidas al alza, aunque con un menor crecimiento del segundo cuarto. El crecimiento de la actividad obedeció a mayores niveles de gastos de consumo y una contribución positiva de las exportaciones netas. No obstante, en su última reunión, debido a la debilidad de la demanda externa, el Banco Central Europeo ha corregido a la baja sus proyecciones de crecimiento para el presente y el siguiente año. Por su parte, en el mercado laboral, el desempleo continúa con una trayectoria descendente en línea con los resultados favorables de la actividad económica.

En las economías emergentes, la incertidumbre sobre China ha aumentado, no solo por su desaceleración económica, sino también por las turbulencias en sus mercados financieros. Si bien en el segundo trimestre se registró un crecimiento del 7% en la actividad, la industria manufacturera continúa deteriorándose, principalmente por una caída de las nuevas órdenes de compra internas y menores exportaciones. En línea con el menor desempeño de la economía, en agosto, el Banco Central ha decidido devaluar el Yuan con el propósito de dinamizar la actividad económica. Sin embargo, esta medida ha generado acentuadas depreciaciones de las monedas en economías emergentes y ha contribuido a un mayor deterioro de las condiciones financieras globales, además de una caída más pronunciada en los precios de las materias primas.

En el ámbito regional, las sucesivas revisiones a la baja de las proyecciones de crecimiento de los principales socios comerciales de Paraguay han deteriorado de manera importante la demanda externa. Brasil nuevamente registró una contracción en su actividad económica en el segundo trimestre, que llevó a que las expectativas de crecimiento para el 2015 y 2016 se revisaran de nuevo a la baja. A pesar del débil desempeño económico, la inflación anual ascendió a 9,5% en agosto, muy superior a la meta del 4,5%. Ante este escenario, el Banco Central de Brasil (BCB) decidió mantener la tasa Selic en 14,25% en su reunión de agosto, luego de haberla incrementado en 50 puntos básicos (p.b.) en la reunión anterior. El BCB reiteró que considera necesario mantener la tasa de política monetaria en esos niveles por un periodo prolongado con el propósito de lograr la convergencia de la inflación a la meta a finales del 2016. Por su parte, Argentina ha mostrado un leve repunte de su actividad económica en los últimos meses, registrando un crecimiento de la economía de 0,5% trimestral en el segundo cuarto del 2015. Este comportamiento se explica, en mayor medida, por una expansión de la inversión y del consumo público, y en menor grado, por el consumo privado. Asimismo, las medidas de inflación anual se han desacelerado en los últimos meses.

En el contexto local, el ritmo de expansión de la actividad económica se ha moderado en los últimos meses, comportamiento afectado principalmente por la mayor debilidad de los países vecinos y por la marcada disminución de los precios de los commodities. En el segundo trimestre, se verificó un crecimiento de 2,2% interanual, sustentado principalmente por el sector servicios, la industria manufacturera y las construcciones. El sector de electricidad y agua presentó una caída interanual de 4,4%, mientras que, la agricultura presentó un leve crecimiento interanual del 0,3%. Con esto, el PIB sin agricultura y binacionales registró una tasa de 4% interanual, nuevamente superior a la del total. La demanda interna sigue siendo el principal componente que explica el crecimiento por el lado del gasto, mientras que las exportaciones netas han mostrado una contracción en dicho periodo.

Respecto de los precios, la trayectoria de la inflación en el tercer trimestre se ha mantenido en línea con la meta. En este periodo el promedio de la inflación total interanual se ubicó en 3,7%, mientras que en términos mensuales fue 0,2%, superiores a los observados en el segundo cuarto (2,6% y 0,1%, respectivamente). La inflación del periodo de referencia se explica principalmente por el aumento de precios de los servicios y de los bienes durables que están estrechamente ligados a la evolución del tipo de cambio. Al respecto, si bien el guaraní ha perdido valor con respecto al dólar en los últimos meses, el efecto sobre la inflación total ha sido mitigado, por una parte, por disminuciones en los precios de los combustibles y de algunos alimentos y, por otra, debido a la mayor depreciación de las monedas de los principales vecinos con relación al guaraní. La cotización al alza de las monedas con relación al dólar ha sido una tendencia observada en toda la región. Paraguay, no ha estado ajeno a este fenómeno, aunque la depreciación de su moneda fue relativamente menor.

A partir de la publicación del IPoM de junio, las perspectivas del escenario internacional continúan deteriorándose, sobre todo en el plano regional, lo que implicaría una demanda externa aún más débil. En línea con un escenario externo debilitado, la actividad económica ha registrado un menor dinamismo en los meses recientes. Teniendo en cuenta que la inflación se encuentra controlada, con expectativas ancladas a la meta, en julio el CEOMA consideró apropiado reducir la tasa de política monetaria (TPM) en 25 puntos básicos a 5,75% anual. Esta medida fue adoptada con el propósito de proveer un estímulo monetario adicional a lo realizado en meses anteriores. Considerando que no se avizoran riesgos inflacionarios en el mediano plazo, en los meses de agosto y setiembre el Comité decidió que mantener el perfil de la política monetaria era la estrategia más adecuada para asegurar que la inflación converja al 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

Con relación a la estimación de crecimiento del PIB para el 2015, en el escenario base, la misma se redujo de 4% a 3,7% anual, explicada por un menor dinamismo esperado en la industria, las construcciones y los servicios. Por el lado del gasto, la demanda interna seguiría siendo el principal factor que explica el crecimiento, teniendo en cuenta la incidencia negativa que tendrían las exportaciones netas. A pesar de esta revisión, Paraguay seguirá estando entre los países de mejor desempeño económico de la región.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2014	2015*
Sector Primario	4,7	3,9
Agricultura	2,2	4,4
Ganadería	14,4	2,0
Otros Primarios	3,8	4,9
Sector Secundario	2,4	2,6
Industria	9,3	4,3
Construcción	13,8	6,0
Binacionales	-9,0	-0,9
Sector Terciario	5,9	4,0
Gobierno General	5,0	6,1
Comercio	5,8	1,9
Comunicaciones	3,2	1,0
Otros Servicios	7,3	5,6
Impuestos	6,0	4,6
PIB a precios de mercado	4,7	3,7
PIB no agrícola a precios de mercado	5,3	3,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,4	4,0

Fuente: Banco Central del Paraguay

(*) Proyección

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Por otra parte, en el escenario base, a fines de año la inflación total estaría en torno al 3,7%, por debajo de la proyectada en el IPoM de junio. La trayectoria más probable de la inflación se mantendría dentro del rango de tolerancia durante el 2016 y el 2017, con una convergencia gradual a la meta de 4,5% el horizonte relevante de proyección, en este caso el tercer trimestre de 2017.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2014	2015(f)	2016(f)	2017(f)
Inflación IPC promedio	5,0	3,3	4,1	
Inflación IPC diciembre	4,2	3,7	4,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio	4,8	2,5	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre	3,4	3,2	4,3	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (*)				4,5

(f) Proyección

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

Los riesgos señalados en el IPoM anterior se mantienen similares. En el contexto internacional, una desaceleración de la economía China, mayor a la prevista, podría deteriorar aún más los precios de las materias primas relevantes para Paraguay, afectando los términos de intercambio y presionando al tipo de cambio real al alza. Asimismo, persisten los riesgos asociados a cambios inesperados respecto del momento del inicio y el ritmo de ajuste de la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos. En el ámbito regional, un riesgo relevante sigue siendo un empeoramiento, mayor al esperado, de las condiciones económicas de Brasil.

En el plano local, uno de los factores que ha atenuado el traspaso del tipo de cambio a la inflación fue la menor depreciación, relativa a la de las monedas de los socios comerciales. No obstante, en la medida que el tipo de cambio local aumente más rápidamente que estas monedas y la brecha de depreciación disminuya, las presiones a la baja sobre los precios domésticos serían cada vez menores.

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

Banco Central
del
Paraguay

Implementación de la Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de Junio.

Con relación a la actividad económica mundial, datos correspondientes al primer trimestre señalaban que el crecimiento mundial de este año sería inferior al previsto en el IPoM anterior. Si bien mejoraron las perspectivas para la Eurozona, la revisión a la baja se debió a una dinámica más moderada en Estados Unidos, a la continua desaceleración de los países emergentes, especialmente China y al deterioro en las previsiones de crecimiento de los países de Latinoamérica.

En los Estados Unidos, si bien la actividad económica se redujo durante el primer trimestre, se esperaba que se incrementara en los próximos trimestres. Esto provocó una desaceleración en el fortalecimiento del dólar respecto de los últimos meses. En cuanto al mercado laboral, las últimas cifras de creación de empleo indicaban una continua recuperación. Por otra parte, la inflación se mantenía baja con lo cual se esperaba que los ajustes en la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal (FED) se den de forma más gradual.

En la Eurozona, la actividad económica continuaba mostrando un proceso de recuperación paulatina y las expectativas de crecimiento fueron revisadas nuevamente al alza. Esto se debía, en parte, a la depreciación del euro que respondía al fortalecimiento del dólar a nivel global y al nuevo programa de compra de activos que había iniciado el Banco Central Europeo (BCE). En cuanto al nivel de precios, la inflación se mantenía en niveles bajos, si bien ha ido aumentando en los últimos meses.

En China, los indicadores de actividad económica reflejaban una contracción durante el primer trimestre, por debajo de sus niveles históricos. La desaceleración del sector industrial y el debilitamiento del sector inmobiliario explican en gran parte este resultado.

En Brasil, la actividad económica se redujo durante el primer trimestre, presentando contracciones tanto en el consumo (público y privado) como en la inversión, por lo cual las expectativas de crecimiento continuaron deteriorándose tanto en el presente como en el siguiente

año. Dado el plan de mejora de las cuentas fiscales, los ajustes en los precios administrados presionaron al alza a la inflación. Respecto de la política monetaria, el Banco Central de Brasil aumentó nuevamente su tasa de referencia (Selic) durante el segundo trimestre, ubicándola en 13,75% anual. No obstante, el mercado esperaba un último ajuste de 50 puntos básicos.

En Argentina, la actividad económica presentó un ligero crecimiento durante el primer trimestre, sin embargo, aún se observaban debilidades sectoriales. En cuanto al nivel de precios, las expectativas de inflación para el presente año, oficiales y privadas, se mantenían elevadas, entre 18,7% y 27,8%, respectivamente.

En el contexto local, la actividad económica siguió mostrando un buen dinamismo durante el primer trimestre de 2015, explicado fundamentalmente por el desempeño del sector de la construcción, de la industria y de los servicios. En este periodo, el PIB registró un crecimiento interanual de 4,2%. Por el lado del gasto, la demanda interna presentó una tasa anual de crecimiento de 3,8%, siendo el componente que más contribuyó al crecimiento del PIB en ese periodo, con una incidencia de 3,4 puntos porcentuales. No obstante, los indicadores adelantados de la actividad mostraban la moderación de sectores puntuales de la economía, afectados por factores exógenos.

Con relación a los precios, la inflación interanual continuaba con su trayectoria descendente, aunque menos pronunciada con relación a meses anteriores, manteniendo un promedio de 2,6% durante el segundo trimestre. En dicho periodo se observaron incrementos de precios de los servicios y de algunos productos relacionados con la evolución del tipo de cambio, no obstante, la reducción de precios de algunos alimentos ha contrarrestado dichos efectos. Asimismo, las expectativas de inflación de los agentes económicos se mantenían en la meta del 4,5%. En ese contexto el CEOMA en su reunión de junio, decidió reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos, ubicándola en 6% anual.

En el IPoM de junio, la proyección de crecimiento del PIB se redujo de 4,5% a 4% anual. Esta revisión obedeció

fundamentalmente a un menor crecimiento en la producción de energía eléctrica, respecto al previsto a inicios de año. No obstante, el crecimiento estaría sustentado principalmente por la expansión del sector servicios, las construcciones, la industria y dentro del sector primario, la ganadería.

Respecto de la evolución de los precios, en el escenario base, la trayectoria más probable de la inflación indicaba que la variación anual de precios para el 2015 se ubicaría en 4,0%. En adelante, consistente con la evolución esperada de las demás variables macroeconómicas, la inflación se mantendría cercana a 4% durante la mayor parte de 2016 y convergería gradualmente al 4,5% en el horizonte de política, hacia el segundo trimestre del 2017.

En el escenario internacional, los principales riesgos seguían siendo, principalmente, una caída más prolongada de los precios de los *commodities*, el efecto de la normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos y un mayor deterioro de las perspectivas de crecimiento para la economía brasileña.

En el contexto interno, los riesgos derivados del aumento del tipo de cambio impactarían en la inflación en la medida que la depreciación cambiaria afectara a los bienes importados y a los costos de producción de los bienes domésticos, a través de los insumos importados. No obstante, los efectos sobre los precios domésticos serían amortiguados teniendo en cuenta la menor depreciación del guaraní respecto de las monedas de los principales socios comerciales. Por otro lado, se mantenían las perspectivas de un mayor gasto público en inversiones en infraestructura, lo cual, asociado a proyectos privados, podrían contribuir a generar presiones sobre la demanda de bienes y servicios, y eventualmente sobre los precios.

Reuniones de julio, agosto y setiembre

En julio, se señalaba que las expectativas de crecimiento mundial continuaban debilitándose, con un marcado deterioro de América Latina. Por un lado, en Estados Unidos, se mantenían las perspectivas de un crecimiento para el año menor al esperado en meses previos, mientras que en China persistían los riesgos de una desaceleración. A nivel regional, la prolongación y agudización del deterioro de la actividad económica se reflejaba en las

sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento tanto para el presente como para el siguiente año, influenciadas en gran medida por las correcciones de las previsiones de crecimiento de Brasil.

En el plano local, se observaba una moderación en la dinámica de varios sectores de la economía, como el sector secundario y terciario, además de la caída de la producción de energía eléctrica de las binacionales. Por su parte, se observaban incrementos de precios en los bienes durables y en los combustibles afectados por el tipo de cambio, mientras que la caída de precios de algunos productos alimenticios contribuía a una disminución de la inflación, cuya trayectoria y expectativas se mantenían en línea con la meta.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró pertinente proveer un impulso monetario adicional a la actividad económica, por lo que decidió nuevamente reducir la TPM en 25 puntos básicos, ubicándola en 5,75% anual. Con esta medida, se garantizaba que la inflación converja a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política.

En agosto, se destacaba la mayor incertidumbre desatada por los eventos del escenario internacional. Esto se debía principalmente por a la coyuntura económica de China, sobre todo por la medida de devaluación del Yuan, que generó una fuerte reacción de los mercados financieros internacionales y una mayor depreciación de las monedas de las economías emergentes. A esto se sumaba una caída aún mayor de los precios de los *commodities*. Por otra parte, se resaltaba el mayor deterioro de las previsiones de crecimiento regional, principalmente por el continuo debilitamiento económico de Brasil.

En el entorno doméstico, si bien la actividad económica había moderado su ritmo de expansión, en junio mostró una leve mejora en el margen, debido al buen desempeño de algunas actividades del sector secundario, como la industria cárnica y las construcciones, y del sector terciario, como el comercio y transporte. Por otra parte, en este mes, al aumento de precios de bienes durables y combustibles, afectados por el tipo de cambio, se sumaba el incremento de algunos alimentos, pero sin que estas variaciones afecten la expectativa de convergencia de la inflación a la meta.

Teniendo en cuenta que con la trayectoria presente y futura de las variables macroeconómicas relevantes no se avizoraban presiones inflacionarias en el mediano plazo, y considerando los efectos rezagados en la actividad económica de las decisiones adoptadas en reuniones previas, el CEOMA resolvió que mantener la tasa de referencia en 5,75% anual era la estrategia más adecuada para el cumplimiento de la meta de inflación de 4,5% en el horizonte relevante de política monetaria.

En la reunión de setiembre, el persistente deterioro de las expectativas de crecimiento de los socios comerciales de Paraguay, hacía que la perspectiva de demanda externa ser tornara aún más débil a la esperada en meses previos, principalmente por la corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento de Brasil para este y el siguiente año, como consecuencia de los magros datos económicos del segundo trimestre. Por otra parte, se destacaba la incertidumbre acerca del inicio de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos.

En el ámbito doméstico, los principales indicadores de inflación habían registrado una trayectoria ligeramente al alza, pero se mantenían en línea con la meta de 4,5%. Además, se señaló que, si bien la depreciación del tipo de cambio nominal había sido importante en los últimos meses, sus efectos sobre la inflación total habían sido atenuados por la reducción de precios de los combustibles y de algunos alimentos. Asimismo, se destacaba que en los principales países vecinos se habían verificado depreciaciones de sus monedas con respecto al dólar americano, mayor a la registrada por el guaraní. Este hecho también había mitigado el traspaso de la depreciación a los precios locales.

Considerando los recientes estímulos monetarios y un balance de riesgo neutral para la inflación, no ameritaban un cambio en el perfil actual de la política monetaria, por lo que el CEOMA decidió mantener la tasa de política monetaria en 5,75% anual. Con esto se aseguraba la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

Banco Central del Paraguay

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

Las cifras de actividad económica para el primer y segundo trimestre apuntan a que el crecimiento mundial del 2015 (2,6%), que sería inferior al previsto (2,7%). En cuanto a las economías emergentes, China continúa desacelerándose mientras que América Latina presenta menores perspectivas de crecimiento dado el mercado deterioro en la actividad económica de Brasil. En lo que respecta a países desarrollados, en Estados Unidos existen expectativas de crecimiento más elevado en la segunda mitad del año, situación que se extendería hasta el 2016. Sin embargo, la Eurozona seguiría presentando una dinámica más moderada que la inicialmente prevista. En este contexto de marcada debilidad mundial y regional, el crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay y del bloque Mercosur fue revisados a la baja para el 2015 y 2016, con respecto al cierre del informe anterior (Tabla I.1).

En Estados Unidos, el crecimiento del segundo trimestre fue revisado al alza desde 2,3% hasta 3,7% trimestral anualizado, explicado por una corrección en los datos de la inversión fija no residencial, los inventarios privados, el gasto de gobierno y el gasto en consumo personal. Este resultado se ubica por encima del 0,6% del primer trimestre (revisado de -0,2%). Sin embargo, el índice de difusión del sector manufacturero (Purchasing Managing Index o PMI) registró dos meses consecutivos de disminución, luego de mejoras sostenidas en el segundo trimestre del año, que se fundamentó en un crecimiento más moderado de las nuevas órdenes internas y externas, la producción y el empleo. En cuanto al mercado de trabajo, el desempleo se ha reducido en 30 p.b. (5,1%) en agosto, en comparación al mes de junio (5,4%). No obstante, se observa una disminución de las nóminas privadas luego de una mejora en el segundo trimestre.

En la Eurozona, las cifras de actividad económica del primer y segundo trimestre fueron revisadas al alza en 10 p.b. hasta 0,5% y 0,4%, respectivamente. El crecimiento del segundo trimestre se fundamentó en mayores niveles de gastos de consumo y una contribución positiva de las exportaciones netas. El menor crecimiento respecto al primer trimestre se explicó por una contracción de la inversión. Asimismo, durante el segundo trimestre, todos los países

Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

(e): Estimación.

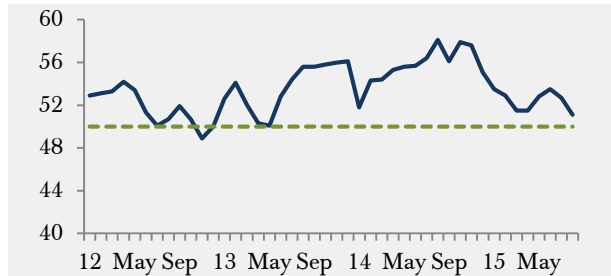
(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

Para el resto de países y regiones el crecimiento resulta de un promedio entre datos de Bloomberg, Consensus Forecast y Perspectivas de Crecimiento Mundial del FMI a julio de 2015.

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

Índice de difusión

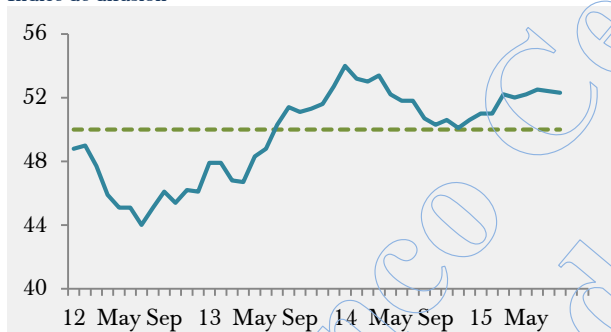


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Construido en base a encuestas a gerentes de compras. Elaborado por el Institute for Supply Management (ISM).

Fuente: Bloomberg.

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

Índice de difusión

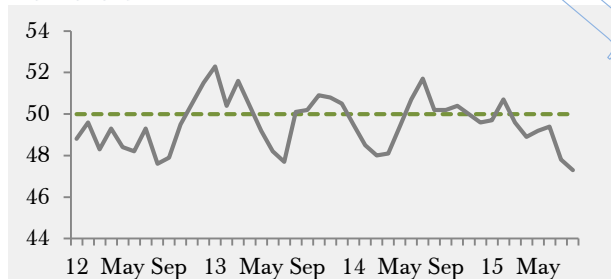


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por Markit Economics.

Fuente: Bloomberg.

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

Índice de difusión



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

Fuente: Bloomberg.

experimentaron un crecimiento positivo, a excepción de Francia. El PMI manufacturero, mantiene un desempeño similar al registrado en el segundo trimestre, coincidiendo con un aumento del empleo del sector manufacturero al ritmo más fuerte en cuatro años (gráfico I.2). En lo que se refiere al mercado laboral, se produjo una reducción en la tasa de desempleo desde 11,1% en junio hasta 10,9% en julio. No obstante, como consecuencia de la debilidad de la demanda externa, en su última reunión, el Banco Central Europeo ha revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento para el 2015 y 2016 respaldado por una debilidad en la demanda externa.

En China, el crecimiento del 2014 fue revisado a la baja desde 7,4% hasta 7,3% anual. Por otra parte, el crecimiento del 2014 fue revisado a la baja desde 7,4% hasta 7,3%. Las últimas cifras disponibles apuntan a un crecimiento del 7,0% en el segundo trimestre, similar al periodo anterior. A pesar del fuerte cuestionamiento realizado a estas últimas cifras, el gobierno manifestó que es resultado de las medidas implementadas para evitar la desaceleración de la economía (incremento del gasto, exenciones impositivas y recortes de tasas de interés). Por su parte, el PMI manufacturero continuó deteriorándose hasta agosto, registrando niveles inferiores a los del segundo trimestre. El persistente deterioro del sector es resultado de una menor demanda de nuevas órdenes de compras domésticas y de exportación, así como de una contracción en la producción (gráfico I.3). Como resultado, el Banco Popular de China decidió reducir nuevamente la tasa de referencia en agosto, tras tres reducciones consecutivas durante el segundo trimestre del año. En agosto, el mencionado banco decidió devaluar el Yuan Chino como nueva medida para apoyar a la economía. Esta devaluación tuvo un impacto en los mercados internacionales, en los precios de las materias primas y el resto de las divisas.

A nivel regional, en el segundo trimestre Brasil registró una contracción en su actividad económica de 1,9% trimestral. Igualmente, la cifra del primer trimestre fue revisada a la baja desde -0,2% a -0,7%. Por el lado del gasto, el incremento de los gastos de gobierno en 0,7% trimestral y las exportaciones en 3,4% trimestral no pudieron compensar la caída en la formación bruta de capital fijo y el consumo de las familias de -8,1% y del -2,1%, respectivamente. A su vez, el PMI manufacturero alcanzó niveles mínimos de cuatro años en agosto, a consecuencia de menores nuevos negocios,

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

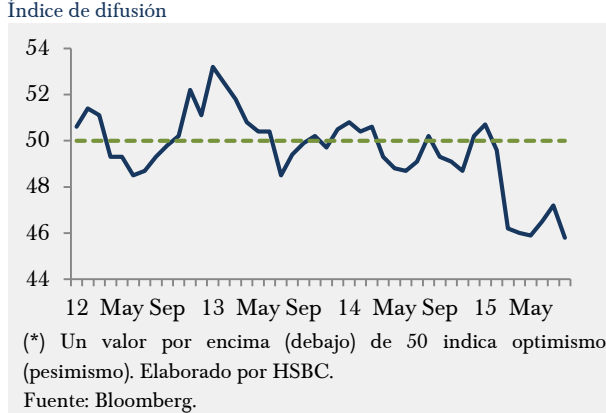


Gráfico I.5
Argentina: Estimador Mensual Industrial
Variación mensual e interanual, porcentaje

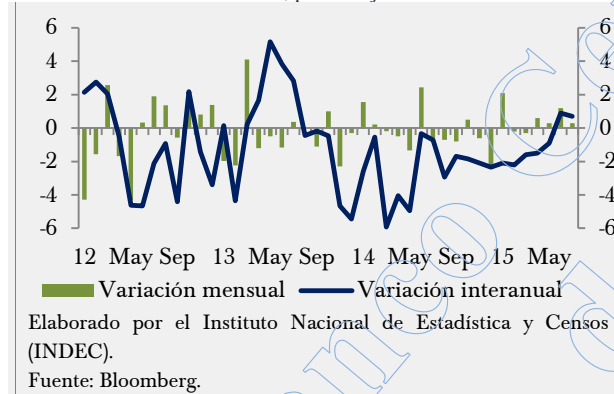
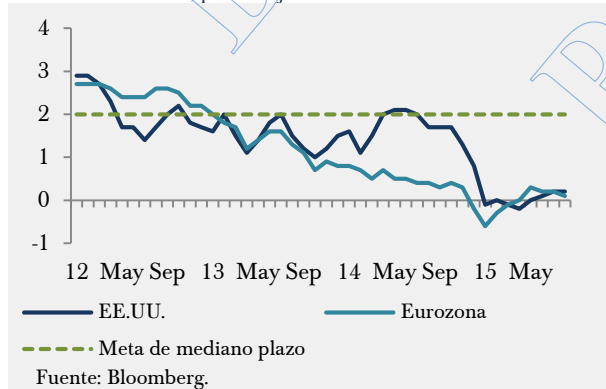


Gráfico I.6
Inflación en economías desarrolladas
Variación interanual, porcentaje



reducción en la nómina de empleados, incremento en los costos de producción dada la elevada inflación y una fuerte depreciación del Real Brasileiro (gráfico I.4). Al respecto, las expectativas de crecimiento para el 2015 y el 2016 se han deteriorado aún más con respecto a las cifras proyectadas en el segundo trimestre, apuntando a la mayor caída de la actividad económica desde el año 1990.

En Argentina, según datos preliminares, durante el segundo trimestre la economía se expandió en 0,5% trimestral que representa una variación de 2,3% con relación al mismo periodo del año anterior. Cabe mencionar, que el crecimiento del primer trimestre fue revisado al alza desde 0,2% a 0,7%. Este resultado estuvo asociado principalmente a una expansión de la inversión (4,6%), consumo público (10,3%) y, en menor medida, por el consumo privado (0,7%). En el sector industrial, la producción presentó una leve mejora, verificando en julio una expansión anual de 0,4%, pero que representa una caída acumulada de 1,2% en el año. El crecimiento de la producción estuvo explicado principalmente por los comportamientos expansivos del sector de minerales no metálicos y de alimentos y bebidas (gráfico I.5).

Inflación y Política Monetaria

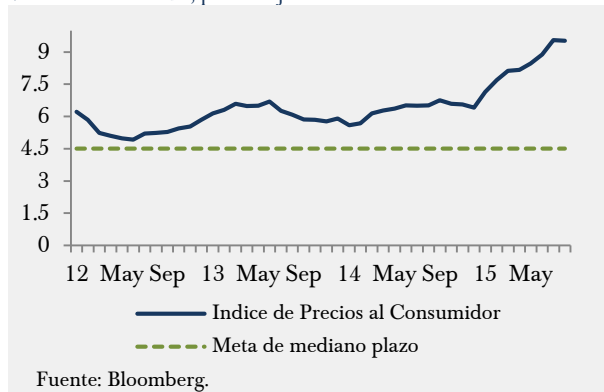
En el 2015, se espera una reducción en las tasas de inflación de las economías desarrolladas, principalmente explicadas por los menores precios del petróleo. En las economías emergentes y en desarrollo se espera una mayor inflación dadas las mayores proyecciones para Venezuela, Ucrania, Belarus y Argentina (gráfico I.6).

En Estados Unidos, la variación anual del índice de precios al consumidor se mantuvo estable, tanto la total como la subyacente, en torno a 0,2% y 1,7% anual, respectivamente, en el mes de agosto. A su vez, en la Eurozona la inflación se redujo levemente hasta 0,1% anual luego de cerrar el trimestre anterior con una inflación de 0,2%. Dado que no se ha registrado un cambio significativo en los últimos datos efectivos, los niveles de inflación externa esperados en las economías desarrolladas son similares a los presentados en el IPoM anterior.

En Brasil, la inflación anual se ubicó en 9,53% en agosto (8,89% en junio). Con estos valores, la inflación anual se mantiene cerca del máximo histórico en 12 años y es dos

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

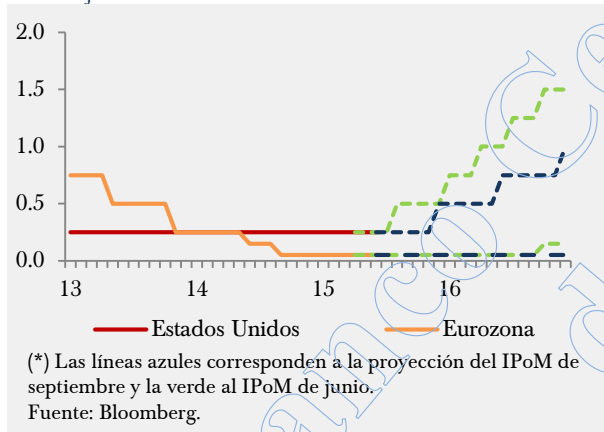
Variación interanual, porcentaje



veces superior a la meta oficial de 4,5% del Banco Central. (gráfico I.7). No obstante, las expectativas de inflación oficiales y privadas para el cierre del año se sitúan en 9,0% y 9,3%, respectivamente. En Argentina, los indicadores de inflación oficiales y privados de agosto, se ubicaron en 14,7% y 26,6% anual, manteniéndose la leve desaceleración de los últimos meses (15% y 27,9% en junio). En este contexto, las expectativas de inflación oficiales para este año se mantienen en 18,7% y las privadas en 27,3%. En lo que respecta a otros países de la región, tanto Perú como Colombia han incrementado sus tasas de política monetaria en setiembre de manera a anclar las expectativas de inflación.

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

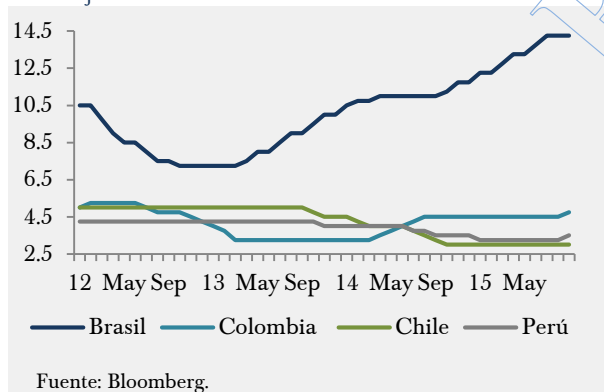
Porcentaje



En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed), mantuvo sin cambios sus tasas de interés en un rango de 0-0,25% en setiembre, pero se mantiene la expectativa de un inicio de ajustes en las tasas antes del cierre del año (gráfico I.8). En su comunicado, la Fed dijo que para tomar su decisión consideró un amplio rango de información (condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones y expectativas inflacionarias, así como el monitoreo de los acontecimientos internacionales). Como es habitual, la Fed presentó sus proyecciones trimestrales en la que revisó a la baja las expectativas de inflación medida por los gastos de consumo personal (PCE) desde 0,7% a 0,4% mientras que la inflación núcleo (PCE) se incrementó desde 1,3% a 1,4%. Por su parte, en la Eurozona, el Banco Central Europeo mencionó que mantendrá el actual perfil de su política monetaria hasta asegurar que la inflación converja a su meta de 2% anual, sin embargo, ha introducido nuevas medidas no convencionales relacionadas al programa de compra de activos.

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

Porcentaje



En el mes de julio, el BCB ha reforzado el perfil contractivo de su política monetaria con un aumento de 50 p.b., en la tasa Selic ubicándola en 14,25% anual (gráfico I.9). El COPOM señala que mantener este elevado nivel de la tasa de referencia, por un periodo suficientemente largo, es necesario para la convergencia de la inflación meta a finales del año 2016.

BCP © Derechos Reservados 2015

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

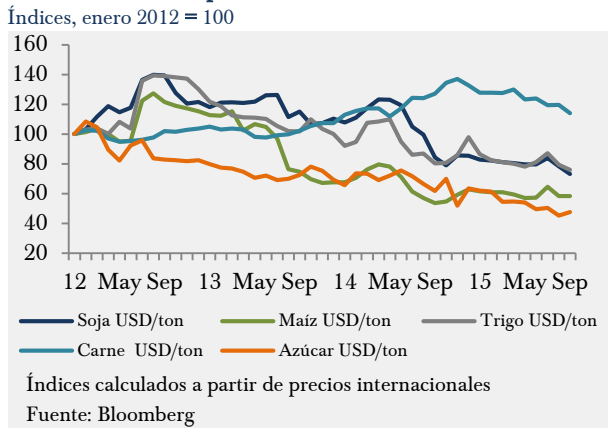
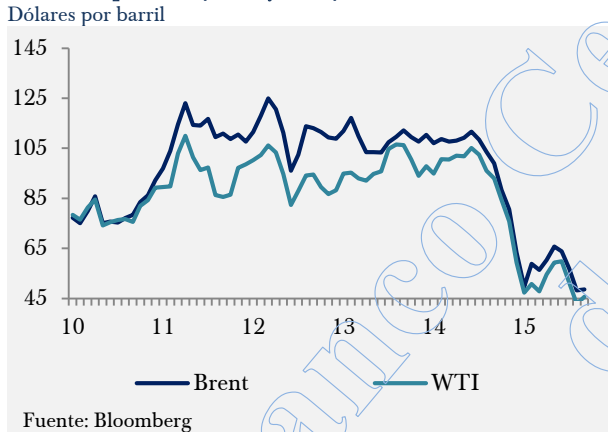


Gráfico I.11
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril



Materias primas

En el mes de setiembre, los principales *commodities*, a excepción del maíz, han experimentado un deterioro en sus precios en relación a los registrados hasta el último IPoM. Así, se observaron reducciones en los precios de la soja, el trigo, la carne y el azúcar.

El precio de la soja presentó una reducción de 8,0% y 13,4% con respecto a lo registrado en junio del 2015 y setiembre de 2014. Los menores precios se deben principalmente al record de producción, principalmente de Estados Unidos y Brasil. Los precios del maíz y el trigo presentan variaciones de 2,0% y -6,5% respecto a junio, y variaciones interanuales de 9,0% y -5,4%, respectivamente (gráfico I.10).

En lo que respecta al precio de la carne bovina, este ha alcanzado su nivel mínimo en 16 meses. Se observa una caída del 8,0% con respecto a junio y una variación interanual del 10,4%. Por un lado, se espera una mayor oferta principalmente de Estados Unidos, mientras que por el lado de la demanda, la preocupación sobre el crecimiento económico de China ha sido también un factor detrás de esta reducción.

Referente a los precios del azúcar, se presenta una caída de 4,2% con respecto a junio y 23,0% en relación a setiembre del año anterior.

Por su parte, el precio del petróleo (Brent) se redujo 23,7% con respecto a los niveles registrados en junio y en 50,9% comparando con los precios observados a setiembre del año anterior. El debilitamiento de la demanda de China, el aumento de la oferta por Estados Unidos sumados a la decisión de Arabia Saudita de no recortar la producción, explican el debilitamiento de los precios.

Gráfico I.12

Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

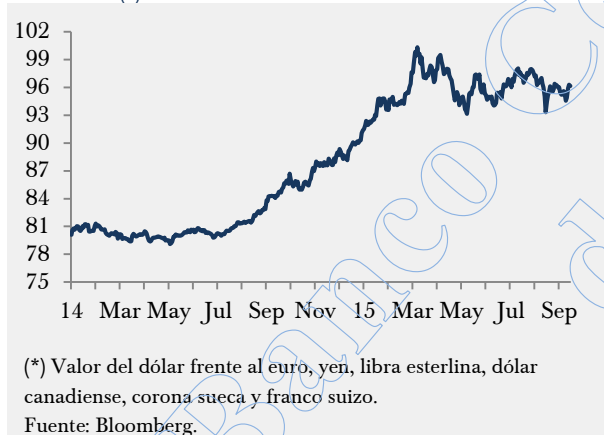
Rendimientos (%)



Gráfico I.13

Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales

Índice DXY (*)



Mercados financieros internacionales

A inicios del tercer trimestre, los rendimientos de los bonos de largo plazo se presentaron a la baja, revirtiendo el comportamiento alcista observado durante el segundo trimestre (gráfico I.12). Este desempeño fue en parte explicado por indicadores desfavorables del mercado laboral y la debilidad económica global.

En las últimas semanas, los rendimientos del Tesoro han presentado importantes episodios a la baja, luego de que los decepcionantes datos económicos de China incrementen la demanda de los bonos de USA y ante las menores expectativas de que la Fed podría votar acerca de un inicio del ajuste de las tasas de interés.

Durante su última reunión, la Fed mantuvo sin cambios su tasa de interés de referencia, ante preocupaciones por el débil desempeño de la economía mundial, aunque se prevé que este ajuste pueda darse a finales de año.

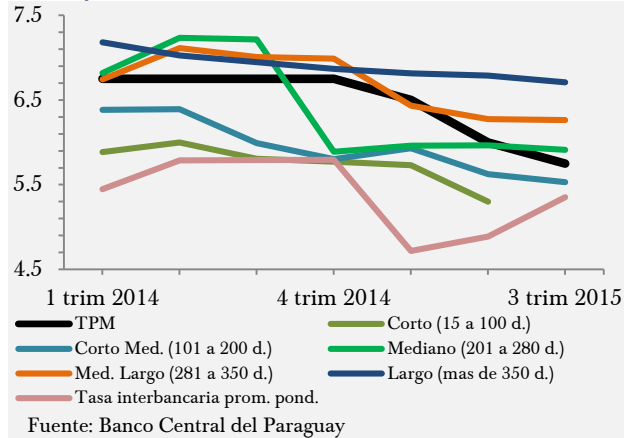
Desde mediados de junio a julio, la expectativa de normalización de tasas en Estados Unidos y su mayor fortaleza económica contribuyeron al fortalecimiento del dólar frente a sus principales socios comerciales. Posteriormente, tras un breve episodio de depreciación, el desplome de las bolsas en China y la publicación de nuevas cifras económicas favorables permitieron al dólar recuperar y mantener su fortaleza contra otras monedas.

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje



Política Monetaria

El CEOMA, luego de reducir la TPM en 25 puntos base (p.b.) en junio, siguió con la misma estrategia en julio reduciendo nuevamente la tasa en la misma magnitud, ubicándola en 5,75% anual, considerando el deterioro del escenario externo y la persistencia de un menor ritmo de la actividad en varios sectores de la economía doméstica.

En el mes de agosto, la TPM se mantuvo sin cambios debido a que la trayectoria de la inflación no indicaba riesgos para el cumplimiento de la meta y considerando el rezago del efecto de las decisiones tomadas anteriormente.

En la reunión del CEOMA de septiembre, se decidió nuevamente mantener la TPM en 5,75%, dado que la trayectoria de la inflación seguía consistente con la meta, no avizorándose presiones inflacionarias a mediano plazo. Además, se señaló que si bien el ritmo de expansión de la actividad económica se había moderado, las expectativas de crecimiento seguían siendo superiores al promedio de la región (gráfico II.1).

Por otra parte, en reunión extraordinaria, en setiembre, el CEOMA decidió incrementar la tasa de interés de la facilidad permanente de depósitos en 50 p.b., desde 5% a 5,5% y elevar en 25 p.b. la facilidad permanente de liquidez, desde 6,5% a 6,75%. Con respecto a estos últimos ajustes, el Comité señaló que ciertas variables del escenario externo comenzaron a presentar estabilidad reduciendo la incertidumbre y la percepción del riesgo. Al mismo tiempo, se mencionó que la volatilidad del tipo de cambio en el mercado local no era consistente con los fundamentos de la economía paraguaya.

El traspaso de la TPM a las tasas de interés de los instrumentos de regulación monetaria fue bastante significativo² en los últimos meses, lo que da cuenta de la efectividad de la política monetaria para modificar las expectativas en los diferentes plazos de los IRM (gráfico II.1).

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

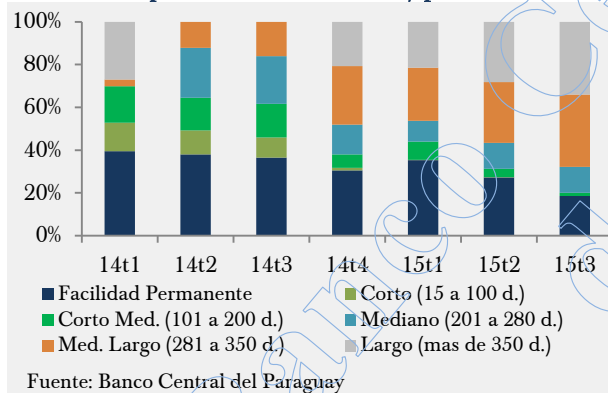
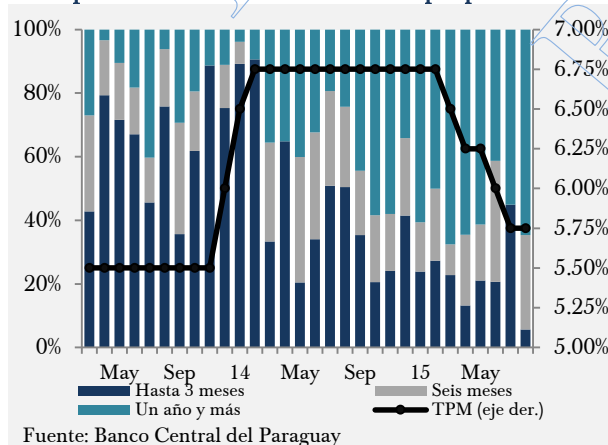


Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos



² La correlación promedio registrada entre la TPM y las diferentes tasas de IRM fue de 0,8.

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje

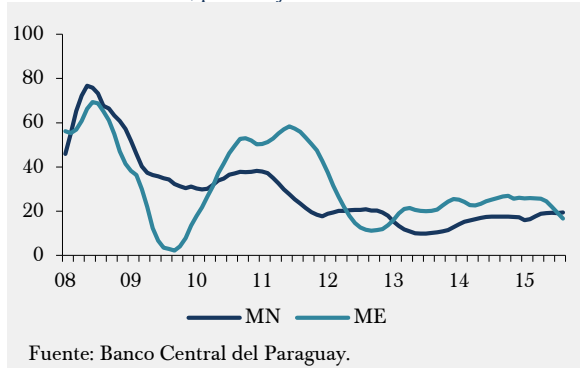


Gráfico II.5
Créditos en MN y ME

Variación mensual, porcentaje

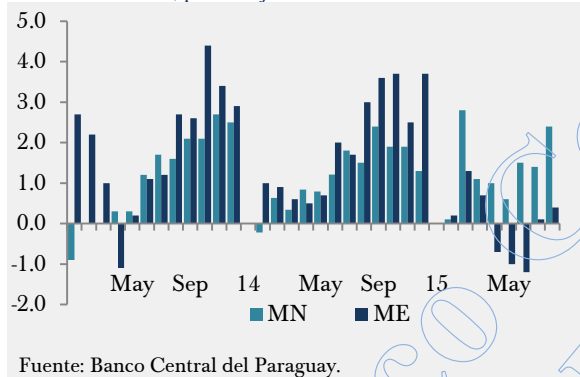
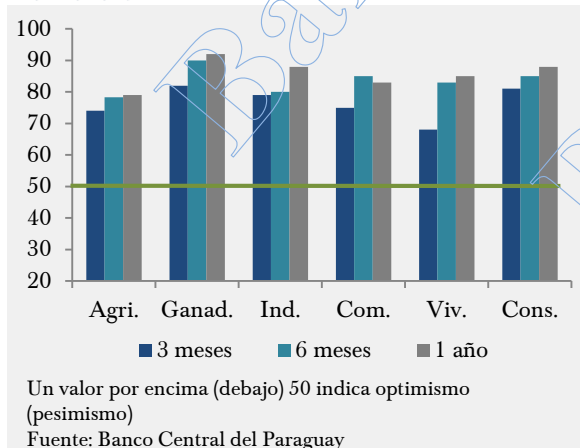


Gráfico II.6
Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre de 2015 se ha registrado una recomposición del perfil de las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), incluidas las colocaciones en la facilidad de depósitos, con respecto a lo que se había observado durante el segundo trimestre de 2015. Se destaca un incremento de la participación de las colocaciones a mediano y largo plazo, en detrimento de las colocaciones en la facilidad de depósito y las menores a 200 días (gráfico II.2).

Con respecto a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), las entidades financieras continuaron mostrando un apetito por los títulos de más largo plazo; particularmente, en agosto, se observó una mayor demanda de los títulos a seis meses en detrimento de los de tres meses (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el último informe, los créditos bancarios destinados al sector privado no financiero continuaron mostrando una evolución satisfactoria, principalmente los denominados en moneda nacional (MN), dado que aquellos en moneda extranjera (ME) se han desacelerado, en línea con el fortalecimiento del dólar en el mercado local.

En el mes de agosto los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 20,0%, por encima del 17,4% observado en el mismo mes del año anterior. Los créditos en moneda extranjera también verificaron un crecimiento anual (14,1%), aunque inferior a la tasa del 26,4% observada en el mismo mes del año anterior (gráfico II.4).

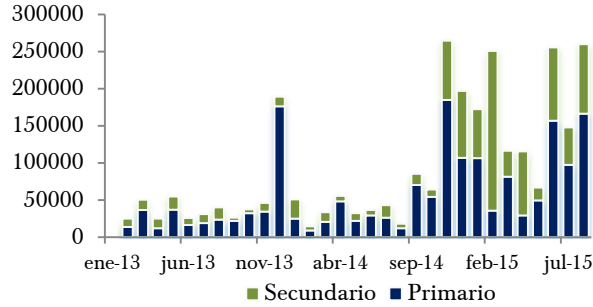
Los créditos otorgados se concentraron en los sectores de comercio, ganadería y familia, que representa 69,0% del total de créditos. Con respecto a los créditos en moneda extranjera (ME), la agricultura, la ganadería, el comercio y la industria son los principales destinos, representando aproximadamente el 76,3% del total de créditos otorgados en dicha moneda.

Las perspectivas de los créditos, para los próximos meses siguen siendo favorables. Conforme a la Encuesta sobre Situación General del Crédito correspondiente al segundo trimestre de 2015, el 93% de los encuestados respondió que

Gráfico II.7

Volumen Negociado en la BVPASA

En Millones de Guaraníes

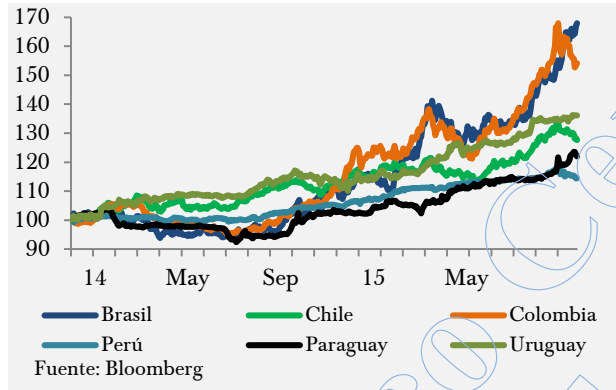


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA)

Gráfico II.8

Tipo de cambio Nominal respecto al dólar

Índice 18-dic-2013 = 100

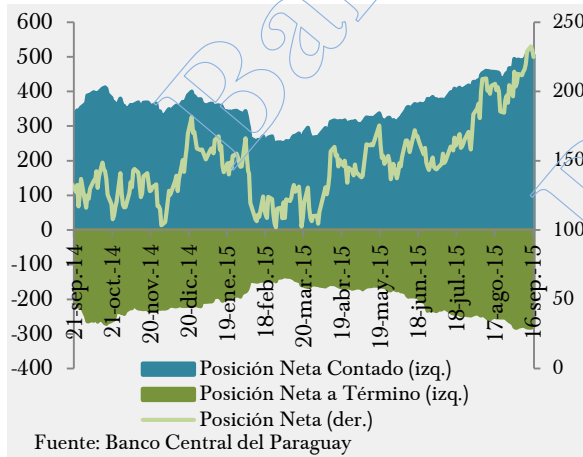


Fuente: Bloomberg

Gráfico II.9

Posición Neta de Cambios

En Millones de Dólares



Fuente: Banco Central del Paraguay

el crédito aumentará o permanecerá sin cambios en los próximos meses. Al mismo tiempo, los indicadores de difusión de créditos por sectores para 3, 6 y 12 meses, siguen ubicándose en niveles optimistas (gráfico II.6).

Mercado bursátil

Las negociaciones en la bolsa de valores han aumentado, en concordancia con la evolución de los créditos en el sistema bancario. Así, al mes de agosto, las operaciones en el mercado primario y secundario se incrementaron significativamente, con relación a lo registrado en el mismo periodo del 2014 (gráfico II.7). Cabe señalar que del total de transacciones al mes de agosto, las operaciones en el mercado primario representaron el 64,0%.

Las negociaciones en la bolsa siguen siendo principalmente sobre títulos de renta fija. Así, al mes de agosto, los Bonos representaron 32% del total negociado, Bonos Subordinados 59%, Bonos Financieros 3,5% y por ultimo Acciones 5,5%.

En el mes de agosto, la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se situó en 12,76% para las operaciones en moneda nacional y 6,52% para aquellas en moneda extranjera (15% y 9% en agosto 2014, respectivamente). En este sentido se observan una reducción tanto en las tasas en moneda nacional como en moneda extranjera.

Tipo de cambio

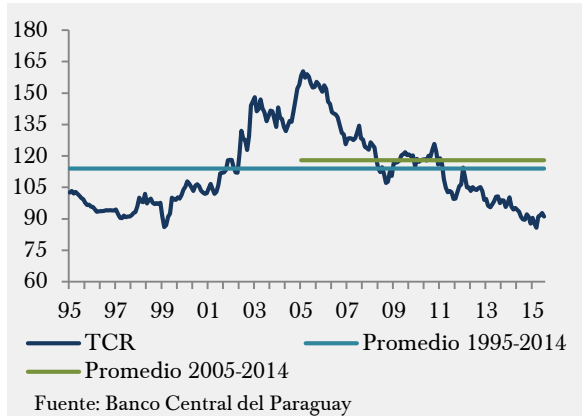
Las paridades de monedas en el mercado cambiario regional presentaron un comportamiento al alza en el tercer trimestre, en línea con el reciente fortalecimiento del dólar americano y el impacto del shock en la bolsa china (gráfico II.8). Así, con respecto a finales del segundo trimestre las mayores depreciaciones se registraron en el real brasileño y el peso colombiano, con niveles del 26,2% y 14,9%, respectivamente. El guaraní, el peso chileno, el peso uruguayo y el sol peruano se depreciaron en torno al 6,6%, 5,6%, 6,8% y 0,3%, respectivamente. Así, la depreciación promedio de la región registrada en el tercer trimestre asciende al 10,1%, tasa superior a la observada en el guaraní.

BCP © Derechos Reservados 2015

Gráfico II.10

Tipo de cambio real multilateral

Índice 1995 = 100



A toda esta tendencia depreciativa de la región, hay que sumarle que la posición neta de cambios³ del sistema financiero nacional presentó una tendencia a la sobrecompra (gráfico II.9).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) ha ido disminuyendo su ritmo de apreciación en los últimos meses. En el segundo trimestre la apreciación del TCR se ubicó en 2,6%, muy por debajo del 9,1% del primer cuarto. Este comportamiento está explicado fundamentalmente por la depreciación nominal del guaraní respecto al dólar estadounidense.

Banco Central del Paraguay

³ La posición neta de cambios se define como la resta entre la posición neta contado (spot) y la posición neta a término (forward). La posición neta (contado o a término) es la diferencia entre las compras y las ventas de divisas.

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

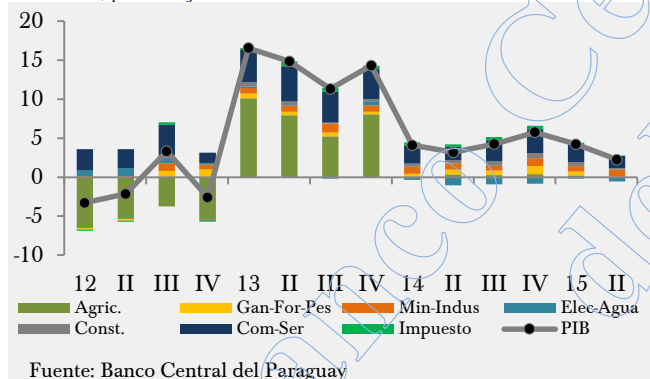
Sectores	Pond. 2014	2014				2015	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura	18,2	0,3	1,9	1,8	2,0	1,0	0,3
Ganadería, forestal y pesca	6,5	7,0	11,1	7,2	17,1	8,8	-0,6
Industria y minería	10,6	8,9	8,4	5,8	10,2	6,7	8,7
Electricidad y agua	10,9	-2,7	-8,1	-7,7	-7,2	-1,7	-4,4
Construcción	3,7	13,5	10,8	15,4	19,4	15,5	4,8
Servicios	43,6	5,5	4,0	6,1	7,0	5,4	3,6
Impuestos a los productos	6,5	7,6	5,0	6,4	6,7	4,6	1,0
PIB Total	100,0	4,1	3,2	4,2	5,8	4,2	2,2
PIB sin Binacionales	90,8	5,1	4,8	5,9	7,5	5,0	3,3
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	72,6	6,7	5,5	6,7	8,9	6,3	4,0

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2014	2014				2015	
		I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna	94,2	2,5	3,5	8,9	7,4	3,8	4,0
Consumo hogares	64,4	2,4	3,5	5,7	5,9	2,6	3,6
Durables	22,6	7,7	3,8	9,0	9,9	12,5	2,5
Semi Durables	13,6	2,8	2,5	7,5	7,4	7,2	11,9
No Durables	28,2	-0,5	3,2	3,2	3,0	-1,1	-0,6
Consumo gobierno	9,4	-2,6	1,9	10,9	6,8	11,5	5,3
Formación Bruta de Capital	20,3	5,5	4,3	18,4	12,3	5,0	4,7
Exportaciones	57,7	5,3	-1,9	-2,0	2,3	1,5	-8,0
Importaciones	52,0	2,7	-2,4	5,2	5,6	0,2	-7,0
PIB Total	100,0	4,1	3,2	4,2	5,8	4,2	2,2

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

En el segundo trimestre del año, la actividad económica se expandió a un ritmo más moderado, registrándose un crecimiento interanual de 2,2% (4,2% en el primer trimestre) y un acumulado de 3,3% en el primer semestre del año. Este resultado sigue siendo explicado por el sector servicios, la industria manufacturera y la construcción (Tabla III.1).

En el sector servicios, se verificó un crecimiento interanual de 3,6%, por debajo de la tasa observada en el trimestre previo. Por un lado, se observó un buen desempeño en las actividades de intermediación financiera, hoteles y restaurantes, transporte, servicios gubernamentales y telecomunicaciones. No obstante, el comercio se ha visto afectado, en parte, por el menor dinamismo de las ventas en las ciudades fronterizas, como resultado de la debilidad de la actividad económica de los principales países vecinos y la marcada depreciación de sus monedas, sobre todo la del real brasilero.

La industria manufacturera presentó una expansión interanual de 8,7% (6,7% en el trimestre anterior) y una variación acumulada de 7,7% en el semestre. A pesar de la desaceleración de la industria cárnica, afectada por las debilidades económicas de los principales mercados de exportación, particularmente Rusia, en el rubro alimenticio se verificó un desempeño importante, destacándose la elaboración de lácteos, aceites, las molinerías y panaderías. Por otro lado, en el sector de otras industrias sobresalen la producción de metálicos, papel, productos no metálicos, químicos, maquinarias y equipo.

El sector de la construcción verificó un crecimiento de 4,8% interanual (15,5% en el trimestre previo) y un acumulado de 10% en el primer semestre del año. Este menor dinamismo en el segundo trimestre está explicado básicamente por las condiciones climáticas desfavorables que afectaron la normal ejecución de las obras. El sector continúa siendo impulsado principalmente por las importantes obras encaradas por el sector privado, tales como edificios corporativos, centros de compras, viviendas y hoteles. Asimismo, la inversión pública sigue mostrando un desempeño satisfactorio.

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

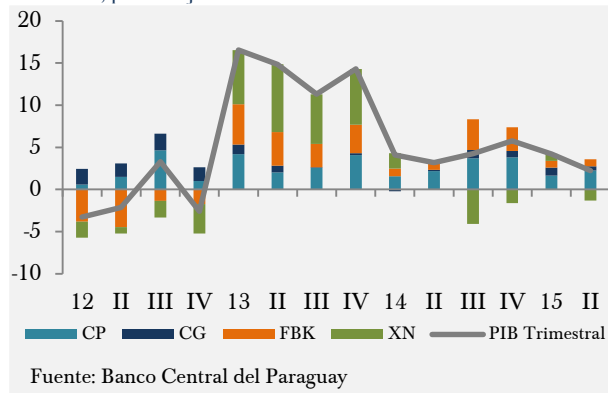


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

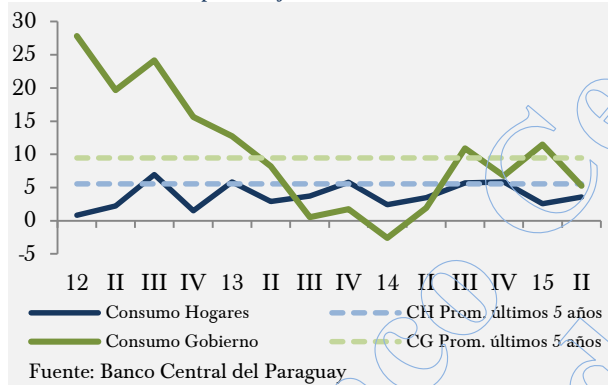
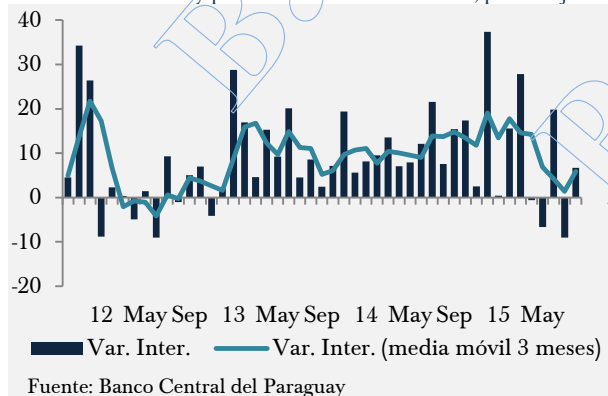


Gráfico III.4
Indicador evolución del sector construcción
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



El sector de electricidad y agua registró una variación interanual y acumulada de -4,4% y -3,3%, respectivamente. Este resultado se debe principalmente a la caída en la generación de electricidad por las hidroeléctricas, explicada por los menores caudales de agua registrados en el primer semestre. No obstante, para el cierre del año se prevé alcanzar los mismos niveles de producción del año 2014.

Por su parte, la agricultura presentó un incremento interanual del 0,3% y un acumulado del semestre de 0,7%, y se avizora un cierre levemente superior a la producción del 2014.

Teniendo en cuenta la caída en la producción de energía eléctrica y el leve crecimiento de la agricultura, el PIB que excluye estos dos sectores registró una expansión interanual (4%) superior a la del PIB total (Tabla III.1).

Por el lado del gasto, la demanda interna sigue siendo el principal factor que explica el crecimiento. En el segundo cuarto registró un crecimiento interanual y acumulado de 4% y 3,9%, respectivamente (Tabla III.2). Entre sus principales componentes, el consumo total (CT) verificó un crecimiento interanual de 3,8%, mientras que la formación bruta de capital se expandió a una tasa anual de 4,7%.

Con respecto al consumo total, se observan resultados positivos para ambos sub-componentes, destacándose el consumo público con una variación interanual de 5,3% (11,5% en el trimestre previo). Asimismo, el consumo privado registró un incremento interanual de 3,6% (2,6% en el anterior), impulsado por las compras de bienes durables como semi-durables, las cuales presentaron variaciones interanuales de 2,5% y 11,9%, respectivamente. Estos resultados positivos fueron atenuados por las compras de bienes no durables, que registraron una disminución de 0,6% anual.

Esta evolución del consumo es consistente con el desempeño del mercado laboral en el segundo trimestre. Por un lado, el número de empleos generados creció 6,4% interanual, mientras que por otro, el ingreso promedio (en términos reales) se incrementó en 2,1%.

El crecimiento de la población ocupada se explica fundamentalmente por la mayor generación de empleo en

Gráfico III.5

Indicador evolución de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

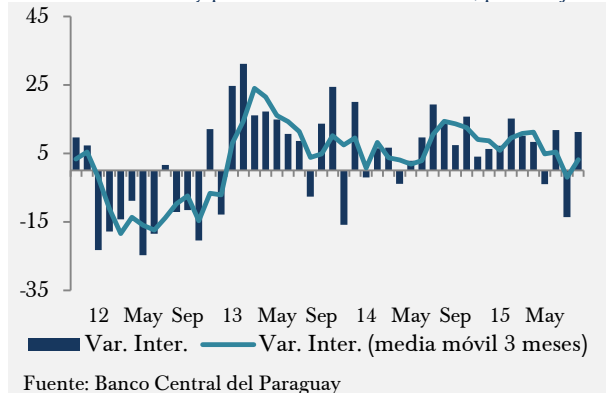


Gráfico III.6

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

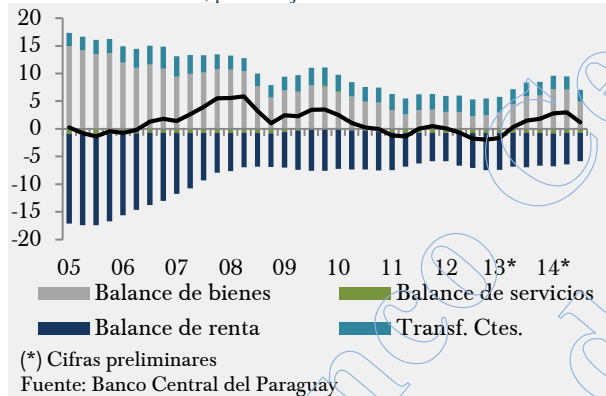


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2013*	2014*	2015 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	477,4	-116,7	-463,1
Balanza Comercial	1.662,3	1.036,6	624,6
Exportaciones	13.604,7	13.115,8	11.206,1
Importaciones	-11.942,4	-12.079,2	-10.581,5
Servicios	-219,4	-222,3	-244,4
Renta	-1.685,5	-1.537,2	-1.491,3
Transferencia Corriente	719,9	606,2	648,0
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	1,7	-0,4	-1,6

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

los sectores secundario y terciario, que mostraron crecimientos interanuales de 9,5% y 4,5%, respectivamente.

Se destaca el aumento del empleo en el sector de la construcción y en el sector manufacturero. Asimismo, se verifica una mayor creación de empleo en el sector servicios comunales, sociales y personales. Por categoría ocupacional, se resalta el incremento del empleo asalariado, como así también del empleo independiente, con tasas de crecimiento interanual del 5,9% y 12,8% respectivamente.

Por su parte, la formación bruta de capital mostró un crecimiento interanual de 4,7% (5% en el trimestre anterior) explicada por el desenvolvimiento favorable de las construcciones privadas y por las inversiones del sector público. No obstante, como se había señalado previamente, las condiciones climáticas menos favorables afectaron el normal desempeño de las construcciones.

Respecto a la demanda externa neta, en el segundo trimestre de 2015 mostró una incidencia negativa en el crecimiento (-1,3 p.p.). Tanto las exportaciones como las importaciones han registrado caídas, -8% y -7% respectivamente, ambas en términos interanuales.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que explicó el crecimiento del PIB en el segundo trimestre, con 3,6 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose el consumo privado con 2,2 p.p. y la FBK con 0,8 p.p.

De acuerdo a los indicadores adelantados de corto plazo, el dinamismo de la actividad económica se ha moderado en el tercer trimestre. Sin embargo, en el agregado, estos efectos negativos están siendo atenuados por la recuperación de la producción de las binacionales (gráficos III.4 y III.5).

Cuenta Corriente

Para el año 2014, las estimaciones del saldo de la cuenta corriente fueron levemente ajustadas desde USD -117,7 millones a USD -116,7 millones. Este cambio se explica principalmente por una actualización en la cobertura realizada en el componente de la balanza de rentas.

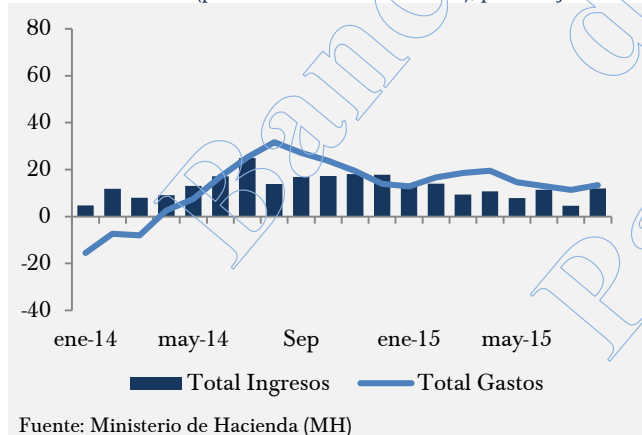
Para el 2015, las previsiones también fueron revisadas con respecto al IPoM de junio. En este informe se prevé un

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

	Julio 2014	Julio 2015	Variación (%)
Ingreso total recaudado	13.943	14.878	6,7%
Ingresos tributarios	10.015	10.570	5,5%
Impuestos a la renta y utilidades	2.285	2.513	10%
Impuesto selectivo a los bienes	1.392	1.380	-0,9%
Impuesto al Valor Agregado (IVA)	5.269	5.637	7,0%
Impuesto al comercio exterior	985	927	-5,9%
Ingresos No tributarios	3.927	4.309	9,7%
Gasto total obligado	12.165	13.874	14,1%
Remuneración a los empleados	6.417	7.022	9,4%
Uso de bienes y Servicios	997	1.251	25,5%
Otros egresos	4.751	5.601	17,9%
Adquisición Neta de Activos No Financieros	1.278	1.591	24,5%
Activos Fijos	1.262	1.585	25,5%
Préstamo neto/Endeudamiento neto	500	-587	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

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



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

déficit de USD 463,1 millones, superior a los USD 411,9 millones estimados en el anterior IPoM. Dado este cambio, además de la reducción de las estimaciones de crecimiento, el déficit en cuenta corriente representa 1,6% del PIB proyectado para el 2015.

La revisión se explica fundamentalmente por una corrección a la baja de las proyecciones para la balanza comercial.

Por un lado, se redujo la estimación de las exportaciones, explicada principalmente por la revisión a la baja de las exportaciones de energía eléctrica y de carne, como así también por un deterioro, mayor al previsto inicialmente, de los precios de los *commodities* relevantes para las exportaciones de Paraguay.

Por el lado de las importaciones, el ajuste se explica fundamentalmente por la revisión a la baja del precio (promedio para el año) de los combustibles derivados del petróleo, con relación al previsto en el informe anterior (tabla III.3).

Finanzas públicas

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

Al mes de julio del 2015, la Administración Central reportó un incremento en la recaudación total de 6,7% con respecto al mismo periodo del 2014, alcanzando un valor de 14,9 billones de guaraníes en dicho periodo.

Dentro de los ingresos se resalta la importancia de los ingresos tributarios, los cuales se incrementaron en 5,5% frente al monto registrado en el mismo periodo del año anterior, mostrando una leve moderación respecto al último IPoM. Este crecimiento se explicó principalmente por mayores recaudaciones del impuesto a la renta y utilidades así como del IVA, con incrementos acumulados del 10% y 7% respectivamente, igualmente más moderados con relación a lo reportado en el informe anterior. Estos aumentos contrarrestaron en cierta forma las caídas en las

Gráfico III. 8
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

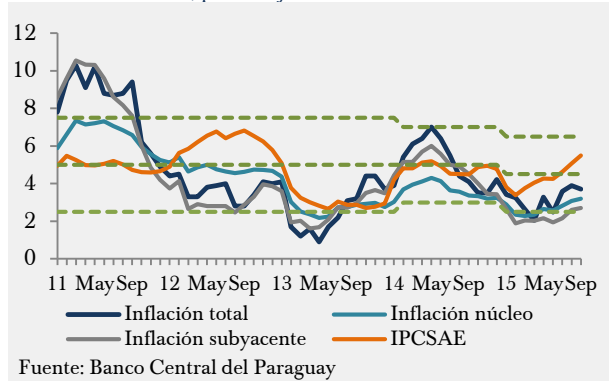


Gráfico III.9
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

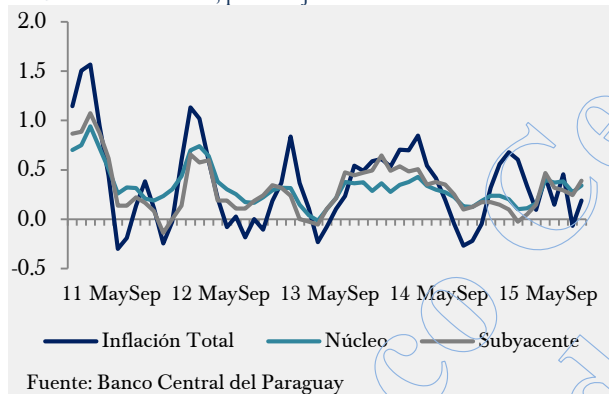
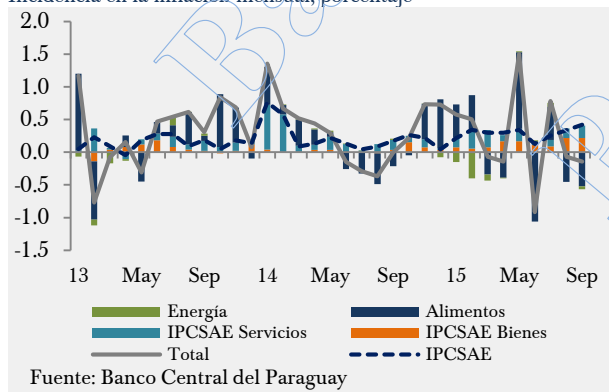


Gráfico III.10
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



recaudaciones del impuesto selectivo al consumo y al comercio exterior. Esta evolución es consistente con las menores importaciones (en valores) de los combustibles, lo cual se explica fundamentalmente por la caída de los precios del petróleo en los mercados internacionales.

Con relación al gasto total obligado, este registró un incremento de 14,1% con respecto al acumulado a julio de 2014. Dentro del gasto, la remuneración a los empleados creció 9,4% con respecto al mismo periodo del 2014. Así también, se observó un aumento en el gasto en bienes y servicios (25,5%), aunque mucho más moderado respecto de lo reportado en el informe previo.

Por otro lado, la Adquisición Neta de Activos no Financieros alcanzó 1,5 billones de guaraníes, incrementándose en 24,5% respecto de lo registrado a julio de 2014.

Así, el déficit fiscal (préstamo/endeudamiento neto) de la Administración Central para el periodo, se ubicó en 587 mil millones de guaraníes, explicado fundamentalmente entre otros por el aumento de las inversiones en activos fijos.

Finalmente, al mes de agosto la recaudación total de la Administración Central se ubicó en 16,8 billones de guaraníes, superior en 8,1% al observado en el mismo periodo. Asimismo, el gasto total obligado registró un incremento de 14,6% acumulado⁴.

Evolución de los precios

Con respecto al IPoM anterior, la inflación total ha mostrado una trayectoria ascendente, afectada principalmente por los precios de los servicios y los bienes duraderos de la canasta. Los demás indicadores de inflación también han venido presentando el mismo comportamiento (gráfico III.8).

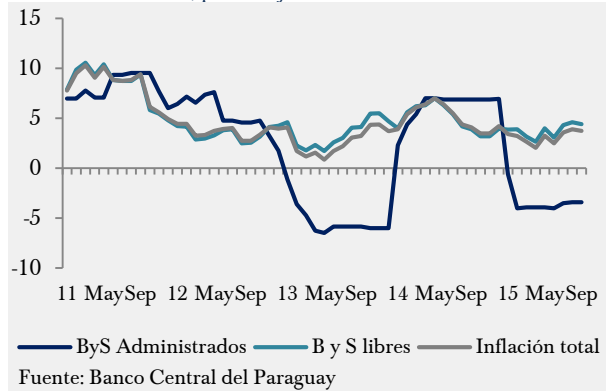
En setiembre, la inflación interanual total se ubicó en 3,7%, por encima de la tasa del 2,5% observada en junio. En el tercer trimestre, el promedio también fue de 3,7%, por encima del 2,6% registrado en el segundo cuarto, como así también por encima del promedio observado entre enero y marzo (3,1%).

⁴ Los datos de los ingresos tributarios al mes de agosto, discriminados por tipo de impuestos, aún no están disponibles a la fecha del cierre estadístico del IPoM.

Gráfico III.11

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



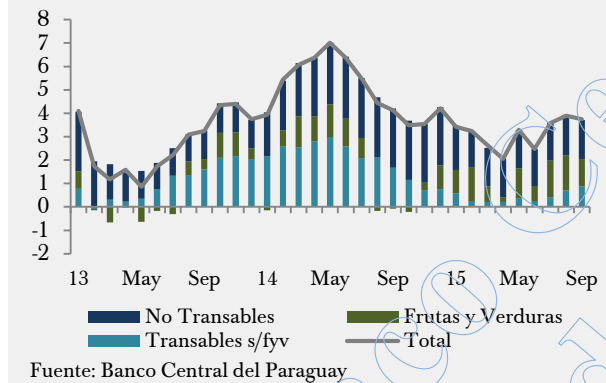
El IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual 5,1% entre julio y setiembre, por encima del 4,2% observado entre abril y junio (gráfico III.8). La evolución interanual mostrada en el IPCSAE, refleja, en parte, el efecto de la suba de precios de los servicios y especialmente de los productos fuertemente influenciados por el tipo de cambio.

Las otras medidas de inflación, como la inflación núcleo, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,0%, 2,5% y 3,8%, por encima de las registradas en el segundo trimestre (2,5%, 2,0% y 3,4%, respectivamente).

Gráfico III.12

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



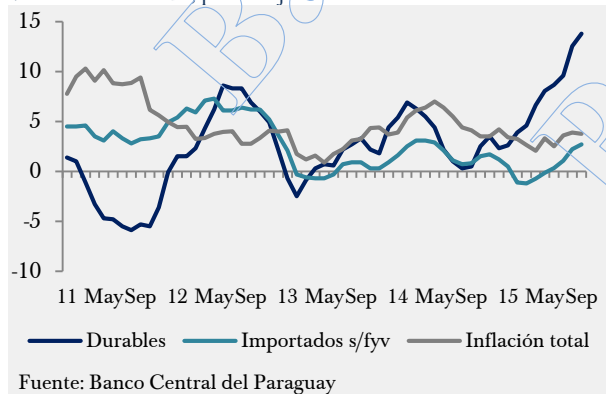
Al analizar la inflación total mensual, se observa que la misma promedió en el tercer trimestre una tasa de 0,2%, por encima de la observada entre abril y junio (0,1%), pero por debajo de la registrada entre enero y marzo (0,3%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre julio y setiembre, tasas mensuales de 0,34% y 0,39%, en tanto las registradas entre abril y junio de 2015 fueron de 0,37% y 0,32%, respectivamente (gráfico III.9).

Al tercer trimestre, el IPCSAE servicios registró la mayor incidencia (1,5 p.p.), mientras que el IPCSAE de bienes contribuyó en 1,2 p.p., las cuales fueron contrarrestadas por la caída de los precios de la energía, específicamente combustibles (-0,6 p.p.) y de los alimentos (-0,1 p.p.).

Gráfico III.13

Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras

Variación interanual, porcentaje



La dinámica de la inflación durante el tercer trimestre del año 2015 estuvo determinada por aumentos en casi todas las agrupaciones del índice, destacándose principalmente las subas de precios verificadas en los servicios y bienes duraderos, estos últimos fuertemente influenciados por la depreciación del guaraní con relación al dólar americano.

Por otra parte, dentro de la agrupación de alimentos se destacaron las reducciones de precios de los rubros volátiles de la canasta, productos panificados, harinas, huevos y carne vacuna, siendo atenuadas estas bajas por leves subas de precios de productos lácteos, carne de aves, menudencia vacuna, embutidos, entre otros.

En los meses de julio y setiembre los bienes libres registraron una tasa interanual promedio de 4,4% (3,3% en el segundo

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

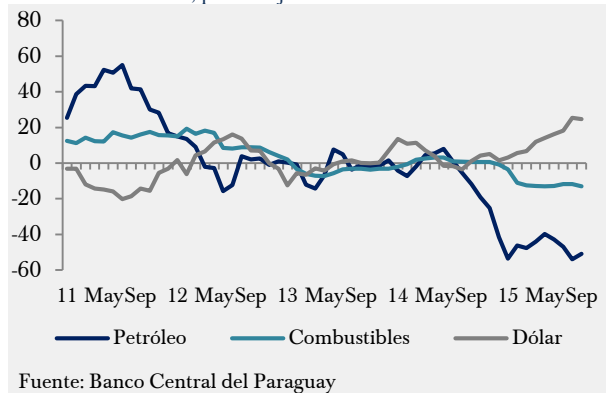


Gráfico III. 15
Difusión de la inflación (>0,375)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

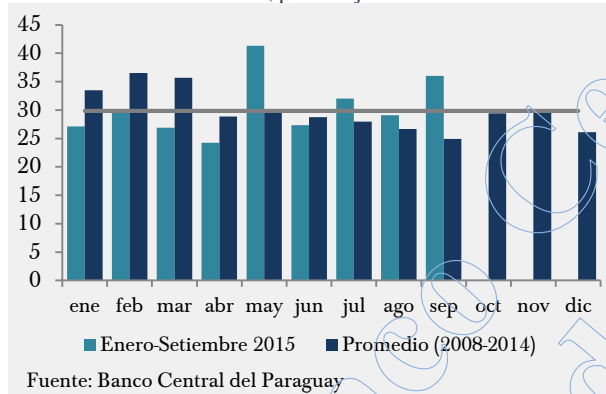
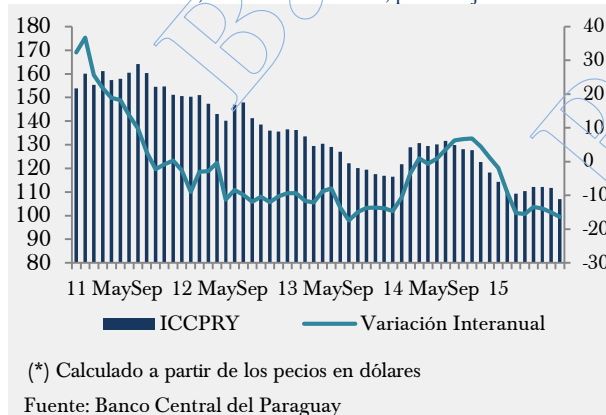


Gráfico III. 16
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100, variación interanual, porcentaje



trimestre). En tanto, los bienes administrados para el mismo periodo mostraron una variación interanual promedio de -3,4%, levemente por encima de la observada entre los meses de abril y junio (-4%) (gráfico III.11).

Por otro lado, entre los bienes no transables, se destacaron los incrementos de precios observados en alquileres, alojamiento en hoteles, pasaje aéreo, paquetes turísticos, servicio doméstico, mantenimiento de vehículos, entradas a espectáculos, gastos de salud, servicios de telefonía móvil e internet (gráfico III.12).

La evolución del tipo de cambio ha afectado principalmente la trayectoria de precio de aquellos bienes duraderos de la canasta. No obstante, si bien los bienes importados presentan una trayectoria ascendente, el impacto de la depreciación del guaraní respecto al dólar ha sido atenuado por la reducción de precios de los combustibles derivados del petróleo (gráfico III.13), así como por la menor depreciación del guaraní relativa a la de los socios comerciales.

La reducción de los precios internacionales del crudo ha permitido una nueva disminución de los precios de los combustibles durante el tercer trimestre, manteniendo la tendencia en términos interanuales (gráfico III.14).

Por otra parte, los incrementos de precios observados en el tercer trimestre del año estuvieron menos concentrados, lo cual se ha reflejado en el comportamiento del índice de difusión para variaciones superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual). En este periodo, este índice promedió 32,4%, por encima del promedio histórico del trimestre (26,5%) (gráfico III.15).

Con relación a la evolución de los precios internacionales de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, se observa un comportamiento descendente. Esto se refleja en la evolución del Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que al mes de agosto registró una variación interanual de -16,4%, explicada, tanto por la disminución de los precios de los commodities de origen agropecuario, como así también por la caída de precios del petróleo (gráfico III.16).

BCP © Derechos Reservados 2015

Perspectivas de Inflación

De acuerdo a los resultados de la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del segundo trimestre, las expectativas de inflación de los agentes económicos se han consolidado, permaneciendo en la meta del 4,5% para el horizonte de política monetaria (18 a 24 meses), no obstante han reducido sus proyecciones de inflación para el cierre del 2015 de 4,5% a 4,4%.

Banco Central
del
Paraguay

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

Desde la publicación del IPoM de junio, la incertidumbre del escenario internacional ha llevado a que las proyecciones de crecimiento mundial se revisaran a la baja en una décima para el 2015 y 2016. En Estados Unidos, la expectativa para el presente año ha mejorado respecto de lo previsto, aunque con un leve debilitamiento para el siguiente periodo. Las perspectivas para la Eurozona se ajustaron ligeramente a la baja. En las economías emergentes, se destaca China con un menor crecimiento esperado. En la región, resalta la marcada revisión a la baja de Brasil, no solo para este año, sino también para el siguiente. Principalmente afectado por esto último, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales de Paraguay para este y el siguiente año son aun menores (0,7% y 2%, respectivamente), respecto de lo esperado en junio (0,8% y 2,2%). Con todo, el escenario base de este IPoM considera una demanda externa aún más débil de la prevista.

En cuanto a los precios externos, las perspectivas de inflación de las economías avanzadas se han mantenido en niveles similares a las señaladas en el informe anterior. Para Estados Unidos se prevé una inflación de 0,3% y 2,0% para el 2015 y 2016, respectivamente (0,2% y 2,1% en junio). Por su parte, para la Eurozona las estimaciones indican una inflación levemente menor, 0,1% para el 2015 y 1,2% para el 2016 (0,2% y 1,3% en el IPoM anterior).

Con respecto a los países vecinos, las proyecciones de inflación de Brasil para el 2015 y 2016 se ubican en 9,3% y 5,8%, por encima de las previstas anteriormente (8,9% y 5,5%, respectivamente). En el caso de Argentina, teniendo en cuenta las estimaciones del sector privado, la variación anual de precios se ubicaría en torno al 27% en 2015, por debajo de señalada en el IPoM anterior.

En línea con la expectativa de un ajuste más gradual de la tasa de referencia de la Fed, las estimaciones de las tasas de rendimiento de los bonos de corto plazo del tesoro americano se redujeron nuevamente, esta vez a 0,15% y 1% para el 2015 y 2016, respectivamente (0,2% y 1,2% en IPoM de junio).

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

(e): Estimación.

(f): Proyección.

Fuente: Crecimiento mundial basado en Consensus Forecast.

Para el resto de países y regiones el crecimiento resulta de un promedio entre datos de Bloomberg, Consensus Forecast y Perspectivas de Crecimiento Mundial del FMI a julio de 2015.

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

	2014	2015(f)	2015(i)
Sector Primario	4,7	3,9	1,0
Agricultura	2,2	4,4	0,8
Ganadería	14,4	2,0	0,1
Otros Primarios	3,8	4,9	0,1
Sector Secundario	2,4	2,6	0,7
Industria	9,3	4,3	0,5
Construcción	13,8	6,0	0,2
Binacionales	-9,0	-0,9	-0,1
Sector Terciario	5,9	4,0	1,7
Gobierno General	5,0	6,1	0,5
Comercio	5,8	1,9	0,3
Comunicaciones	3,2	1,0	0,0
Otros Servicios ⁵	7,3	5,6	0,9
Impuestos	6,0	4,6	0,3
PIB a precios de mercado	4,7	3,7	3,7
PIB no agrícola a precios de mercado	5,3	3,5	
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,4	4,0	

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

En el plano local, las estimaciones de crecimiento para el 2015 se revisaron levemente a la baja, desde 4% a 3,7% anual (tabla IV.2). Este ajuste se explica principalmente por una menor expansión esperada en los sectores secundario y terciario. Por un lado, la industria viene mostrando una moderación, fundamentalmente por un desempeño menos dinámico del sector cárnico. Asimismo, en el sector terciario, las actividades de comunicaciones, comercio y servicios gubernamentales, registran tasas inferiores a las proyectadas en junio pasado. No obstante, Paraguay todavía se ubicaría entre los países de mejor desempeño de la región, teniendo en cuenta que el crecimiento estimado de América Latina para el 2015 está en torno al -0,4%.

Por otro lado, el gasto interno sería el principal impulsor del crecimiento, atendiendo que las exportaciones netas tendrían una contribución negativa en el presente año. La demanda interna crecería 4,3%, superior al 3,9% proyectado en el IPoM previo. Dicha expansión se explica principalmente por la inversión, sustentada en mayores proyectos públicos y privados, como obras de infraestructura, construcciones de edificios corporativos, de viviendas, entre otras.

En el escenario base, a fines de año la inflación total estaría en torno al 3,7%, menor a la proyectada en el IPoM de junio (tabla IV.5). La trayectoria más probable de la inflación se mantendría dentro del rango de tolerancia durante el 2016 y el 2017, con una convergencia gradual a la meta de 4,5% el horizonte relevante de proyección, en este caso el tercer trimestre de 2017 (gráficos IV.1 y IV.2).

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

Tabla IV.4
Crecimiento del PIB, por componentes del gasto
Incidencia, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

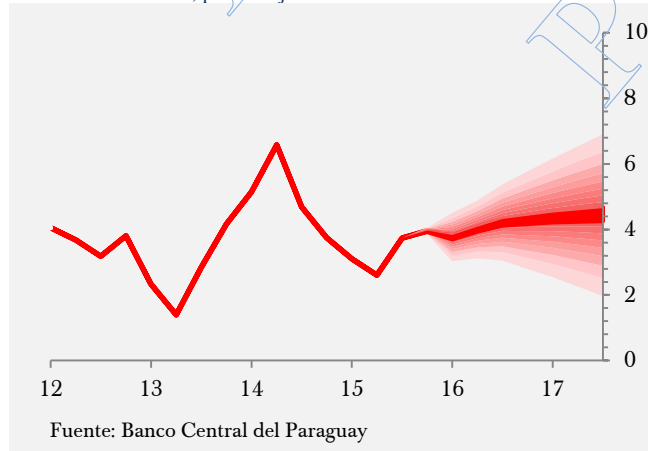
Tabla IV.5
Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2014	2015(f)	2016(f)	2017(f)
Inflación IPC promedio	5,0	3,3	4,1	
Inflación IPC diciembre	4,2	3,7	4,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio	4,8	2,5	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre	3,4	3,2	4,3	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (*)				4,5

(f) Proyección

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Escenarios de Riesgo

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

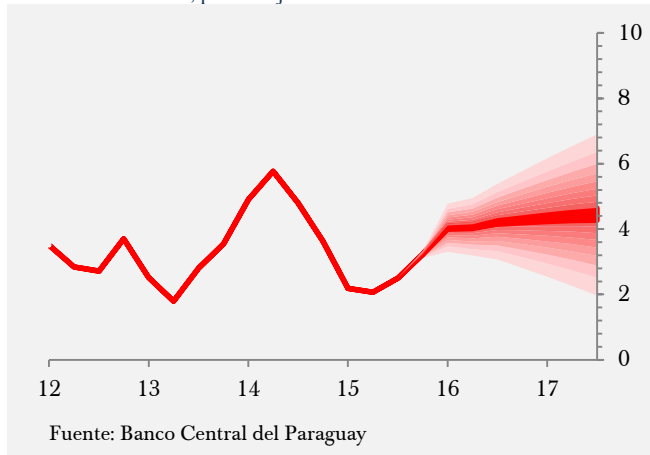
Con respecto a los riesgos provenientes del contexto internacional, los mismos se mantienen similares a los del IPoM de junio. Por un lado, considerando la importancia de China en la demanda mundial de los *commodities* relevantes para Paraguay (ver recuadro II), una desaceleración de su economía, mayor a la prevista, podría reflejarse también en caídas más pronunciadas y persistentes de los precios de estos productos, principalmente la soja. Esto a su vez afectaría a los términos de intercambio y presionaría al alza al tipo de cambio real. Un factor atenuante seguiría siendo la mayor diversificación de la canasta de exportación hacia productos con mayor valor agregado y por ende con mayores precios.

Otro factor a considerar es el ajuste de la tasa de la Fed y sus potenciales efectos sobre el tipo de cambio. En la medida que surjan cambios inesperados respecto del inicio y el ritmo de ajuste, esto podría generar incertidumbre en los mercados, afectando también las expectativas sobre el tipo de cambio a nivel local.

En relación al plano regional, las perspectivas de crecimiento de Brasil han registrado una marcada revisión a la baja respecto del informe anterior. En ese sentido, continúa el riesgo de un mayor deterioro de la actividad económica de Brasil, lo cual impactaría aún más los ingresos por reexportaciones en las zonas fronterizas. Además esta mayor debilidad podría ir afectando rubros de las exportaciones registradas, principalmente los manufacturados de origen industrial. No obstante, el desempeño positivo de la demanda interna atenuaría estos efectos negativos.

En el contexto doméstico, la menor depreciación del guaraní respecto a la de las monedas de los socios comerciales fue uno de los factores que mitigó el efecto del aumento del tipo de cambio en la inflación local (ver

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



recuadro I). En la medida que el tipo de cambio aumente, más de lo previsto, y la diferencia de depreciación se reduzca, las presiones a la baja sobre los precios domésticos se irían reduciendo.

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

Banco Central del Paraguay

Recuadro I: Evolución reciente del tipo de cambio y la inflación

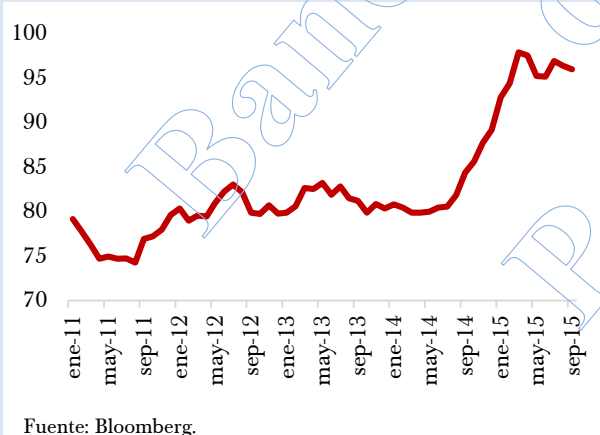
Introducción

En los últimos meses el tipo de cambio nominal (guaraníes por dólar) ha registrado una importante depreciación, en línea con el fortalecimiento que ha venido mostrando el dólar americano en los mercados internacionales. No obstante, los efectos de esta depreciación no se han observado en gran medida en el indicador de inflación total. Dado lo anterior, este recuadro tiene como objetivo realizar un análisis descriptivo detallado, que permita explicar adecuadamente las causas de este bajo traspaso.

Evolución del dólar

El dólar americano, luego de un largo periodo de relativa estabilidad, inició una significativa escalada a nivel global desde julio del 2014, alcanzando su punto máximo en marzo del 2015. En este periodo (marzo 2015-julio 2014) el dólar se apreció en torno al 22%. Si bien en los siguientes meses se detuvo la tendencia de apreciación, el valor del dólar osciló en torno a niveles aún bastante elevados con relación a los de los últimos años (gráfico I).

Gráfico I
Índice DXY⁶



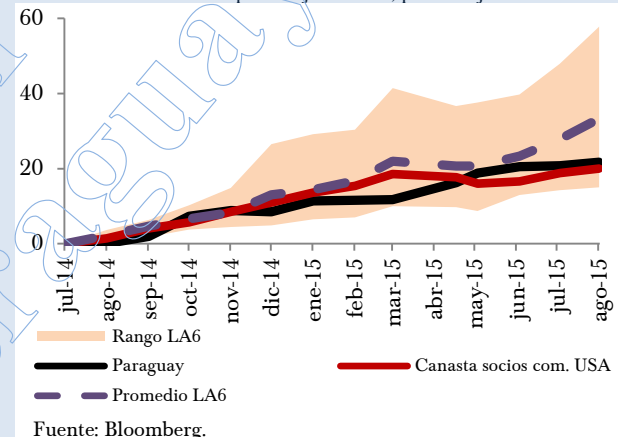
El repunte de la moneda estadounidense se debió, en parte, a la sostenida recuperación de su economía, la finalización del programa de compra de activos de la Reserva Federal, la expectativa de ajuste de su tasa de política monetaria y a las medidas de política monetaria

expansiva implementadas por el Banco Central Europeo (BCE).

Este fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales también se ha reflejado en el comportamiento de las monedas regionales. Entre julio 2014 y agosto 2015, el promedio de depreciación de las principales monedas de Latinoamérica se situó en torno a 37,3%, aunque con diferencias importantes entre las mismas. El Real Brasileño y el Peso Colombiano estuvieron entre las monedas más depreciadas, 67% y 68%, respectivamente. Por su parte, la moneda chilena se depreció 25% y la uruguaya 24%. En el plano local, el guaraní también se ha ido depreciando en el periodo mencionado. Entre julio 2014 y agosto 2015, la depreciación acumulada de la moneda local se situó en torno al 23%, por debajo de las registradas por las otras monedas de la región (gráfico II).

Gráfico II
Tipo de cambio⁷

Variación acumulada respecto a julio 2014, porcentaje



Inflación y el tipo de cambio

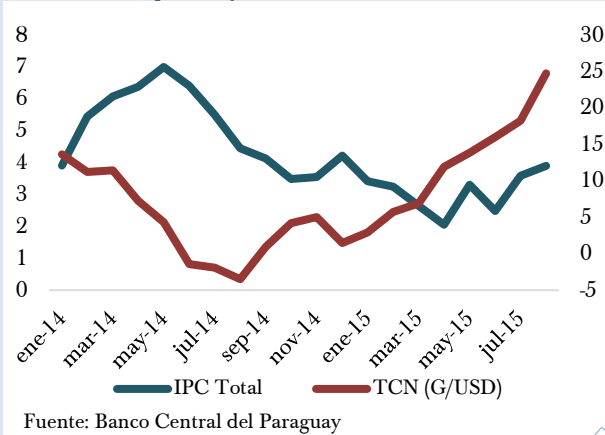
La inflación total ha mostrado una trayectoria descendente desde mediados del 2014. Tras alcanzar una tasa anual de 7% en mayo de ese año, la misma fue disminuyendo hasta alcanzar una tasa del 2% en abril de 2015, a partir del cual comenzó a mostrar una tendencia levemente al alza. Coincidentemente, en ese

⁶ El Índice Dólar (USDX) es un índice que mide el valor del dólar estadounidense con relación a una canasta de monedas de sus principales socios comerciales.

⁷ Los límites de la banda se construyen de acuerdo al máximo y al mínimo de depreciación de las monedas de Brasil, Colombia, México, Perú, Chile y Uruguay.

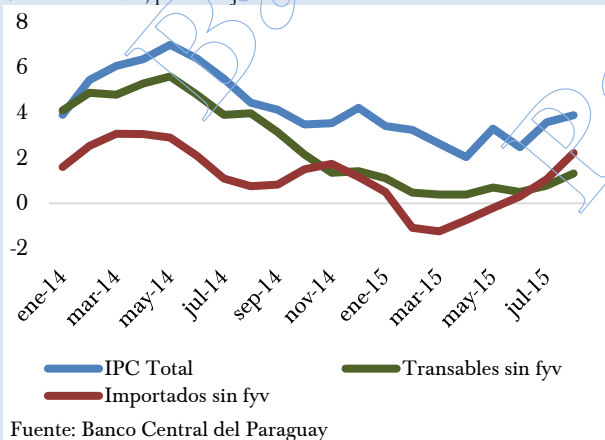
periodo el tipo de cambio (guaraníes/dólar) se depreció significativamente. De hecho la correlación entre ambas medidas fue negativa en este periodo (gráfico III).

Gráfico III
Tipo de cambio e inflación
Variación anual, porcentaje



De igual manera, otros indicadores que están más vinculados con el tipo de cambio, como el índice de precios de bienes transables o de bienes importados mostraron una trayectoria a la baja y una tendencia al alza recién en los últimos meses, especialmente el índice de importados (gráfico IV). En este punto se plantea la interrogante del por qué la evolución del tipo de cambio no está reflejada, en la medida que se esperaba, en los indicadores de precios de la economía doméstica.

Gráfico IV
Índices de precios (transables e importados)
Variación anual, porcentaje

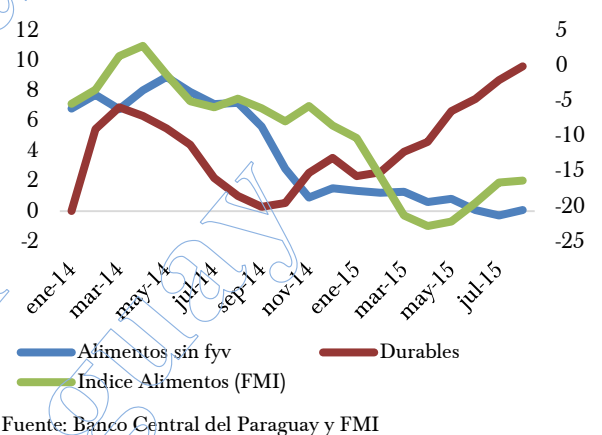


El análisis de la evolución de algunos componentes de la canasta del IPC ofrece una explicación razonable de

este bajo traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación.

Por un lado, la inflación de alimentos⁸ ha ido desacelerándose en los últimos meses (carne y productos derivados de los cereales principalmente), lo que ha contribuido a contrarrestar “en el agregado” las subas observadas en los rubros más estrechamente vinculados a la evolución del tipo de cambio, como son los bienes durables. Este comportamiento descendente de los precios de los alimentos a nivel local no ha sido un caso aislado, sino que fue una evolución que se mantuvo en línea con la trayectoria de precios en los mercados internacionales (gráfico V).

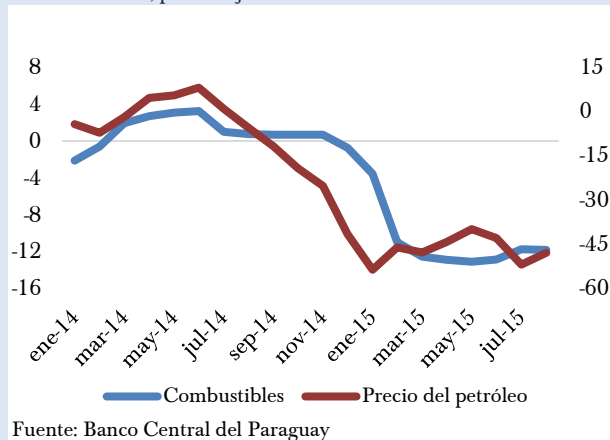
Gráfico V
Índices de precios de alimentos
Variación anual, porcentaje.



Por otro lado, coincidentemente en el mismo periodo, el precio del petróleo comenzó a reducirse significativamente, lo cual también ha posibilitado la caída de los precios de los combustibles a nivel doméstico (gráfico VI).

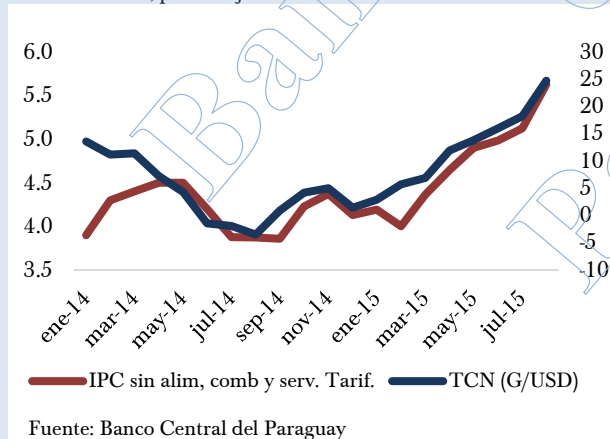
⁸ Los alimentos en su gran mayoría son producidos localmente.

Gráfico VI
Precio de petróleo y combustibles
Variación anual, porcentaje.



De esta manera, excluyendo estos rubros se observa que efectivamente el tipo de cambio ha afectado la evolución de los precios de la economía doméstica (gráfico VII). La coyuntura favorable de precios bajos de los alimentos y de los combustibles, contribuyó a contrarrestar las subas de precios en otros componentes, que fueron provocadas por el aumento del tipo de cambio. Esto explica, en parte, el bajo traspaso del tipo de cambio a la inflación, que se había observado en los últimos meses.

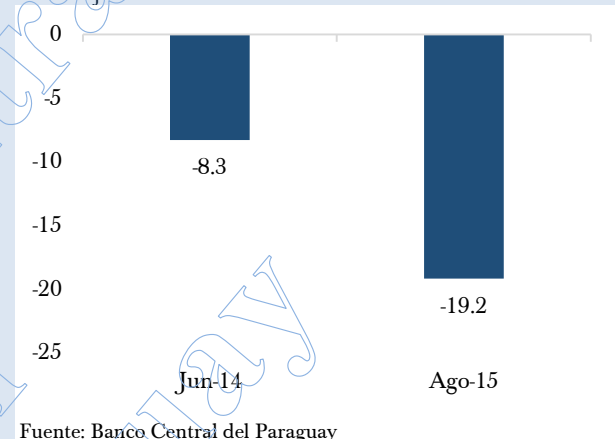
Gráfico VII
Tipo de cambio e IPC sin alimentos y combustibles
Variación anual, porcentaje.



Otro importante factor a considerar es la marcada depreciación de las monedas de los principales socios comerciales de Paraguay. Si bien el guaraní se ha depreciado respecto al dólar, las depreciaciones de la moneda brasilera y argentina, han sido mucho mayores. Esto implica finalmente una apreciación (nominal y

real) del guaraní frente a estas monedas, lo que también contribuye a generar presiones a la baja sobre los precios domésticos. De hecho, el diferencial de precios entre Asunción (Paraguay) y Foz de Iguazú (Brasil) se incrementó desde un 8,3% en junio de 2014 hasta un 19,2% en agosto de 2015 (gráfico VIII). La situación es similar para el caso de Argentina. Si bien se redujo respecto a mediciones anteriores, el diferencial de precios entre Asunción (Paraguay) y Clorinda (Argentina) seguía ubicándose en torno al 25% en mayo de 2015.

Gráfico VIII
Diferencial de precios (Brasil - Paraguay)
Porcentaje



Comentarios finales

Es importante señalar que la apreciación del dólar es un fenómeno que se viene observando a nivel global y regional, y Paraguay, como una economía pequeña y abierta, no está ajena a este tipo de desarrollos externos. La recuperación de la economía estadounidense, las expectativas de alza de las tasas de interés de la FED, la política expansiva del banco central europeo, son algunas de las explicaciones al fortalecimiento del dólar.

En el caso de Paraguay, otro factor de presión sobre el tipo de cambio fue la menor entrada de divisas en concepto de exportaciones (soja y sus derivados principalmente), afectadas por la caída de los precios de los *commodities* en los mercados internacionales. En síntesis, las causas de esta recuperación del dólar en el mercado local son fundamentalmente de origen externo.

El bajo traspaso del tipo de cambio a la inflación total observado recientemente se explica fundamentalmente por la reducción de precios de los alimentos y de los combustibles, que contrarrestaron los aumentos de precios de los otros componentes de la canasta del IPC que están más estrechamente ligados a la evolución del tipo de cambio. Excluyendo estos rubros, se observa claramente que el tipo de cambio ha tenido efectos sobre los precios de la economía local.

Además, un factor relevante de presión a la baja sobre la inflación local, son los precios relativamente más bajos en las ciudades fronterizas, explicados

principalmente por las altas tasas de depreciación de las monedas de los países vecinos, que finalmente se traducen en una apreciación del guaraní respecto del real brasileño y del peso argentino.

Banco Central
del
Paraguay

Recuadro II: Desaceleración de China y sus posibles efectos sobre Paraguay

Introducción

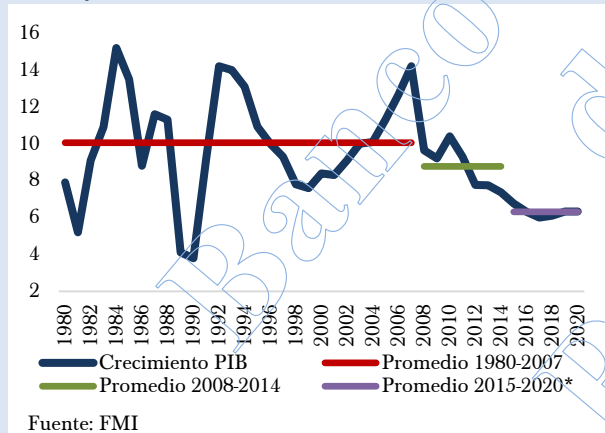
Tras un largo periodo de elevado crecimiento, la economía de China ha comenzado a mostrar signos de desaceleración. Así, luego de observar un crecimiento promedio en torno al 10% en el periodo previo a la crisis financiera (1980-2007), el mismo se redujo su expansión a tasas cercanas al 8,8% entre 2008-2014. Las últimas estimaciones de China señalan que este promedio descendería a alrededor del 6,3% en periodo 2015-2020 (gráfico I).

Dada la importancia de la economía de China para la economía mundial, y, en particular, para los países productores de materias primas como es el caso de Paraguay, este apartado tiene como objetivo presentar los principales canales mediante los cuales la economía paraguaya podría ser afectada por esta moderación de la actividad económica del país asiático.

Gráfico I

Tasa de crecimiento China

Porcentaje

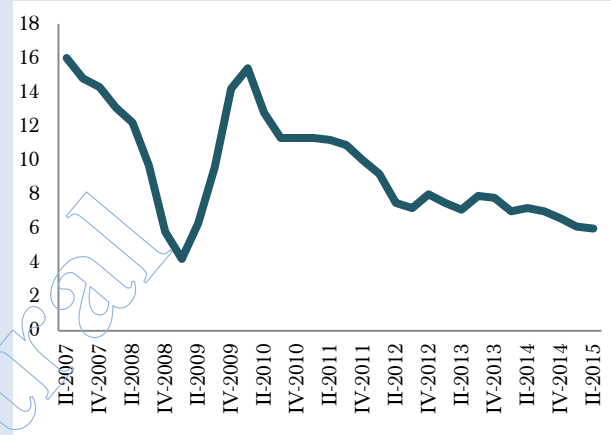


En línea con las estimaciones de menor crecimiento en China, el mismo se está reflejando en los indicadores del sector manufacturero, donde las reducciones en las tasas de crecimiento del sector, junto a las expectativas de los inversionistas sobre una mayor ralentización en el ritmo de crecimiento, llevaron a que el mercado de valores de China mostrara fuertes caídas, con repercusiones en las principales bolsas del mundo (gráfico II).

Gráfico II

Sector Manufacturero de China

Variación anual, Porcentaje



China y los precios de materias primas

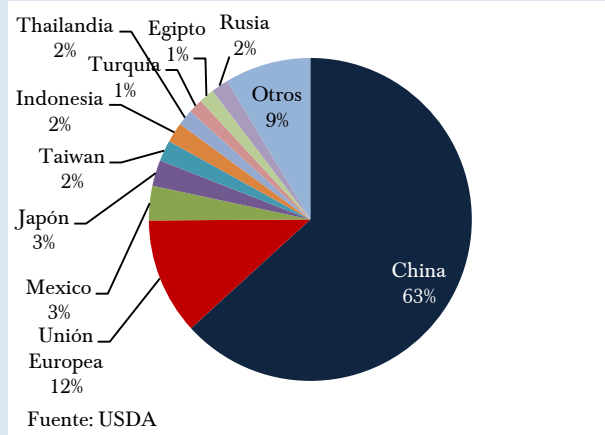
Dado el tamaño de la población de China y, en consecuencia, su importancia en la demanda mundial de materias primas, un canal relevante para Paraguay es el efecto de la desaceleración de su economía sobre los precios de los *commodities* de exportación más relevantes.

Efectivamente, el menor ritmo de crecimiento del país asiático se ha traducido en un deterioro de sus indicadores relacionados con el comercio exterior, tanto de las importaciones como de las exportaciones. Estos resultados son relevantes para los países exportadores de materias primas, dado que China es uno de los mayores compradores de estos productos en el mercado mundial.

De hecho, el menor dinamismo de la economía asiática se considera que ha sido uno de los factores detrás de la reducción de los precios de los *commodities* en los últimos meses, repercutiendo desfavorablemente en los niveles de ingresos de los países exportadores de dichos productos.

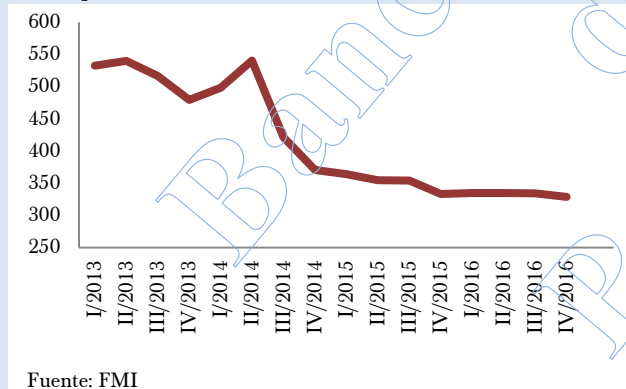
Para el caso específico de la soja, que es uno de los principales productos de exportación de Paraguay, China representa el principal importador de este producto, con más del 60% del total importado a nivel mundial (gráfico III). Esto implica que cambios en el desempeño económico de China que se traduzcan en una menor demanda, pueden tener efectos importantes en el volumen comercializado y, por ende, en el precio de la soja.

Gráfico III
Principales importadores mundiales de soja
Porcentajes de participación (año 2014)



Para el 2015, se prevé ⁹ un crecimiento de las importaciones de soja por parte de China. Sin embargo, el ritmo de crecimiento sería mucho menor a la oferta mundial liderada por Estados Unidos, Argentina y Brasil. Esto explica, en parte, las estimaciones relativamente bajas para el precio de la soja en los mercados internacionales para los próximos años (gráfico IV).

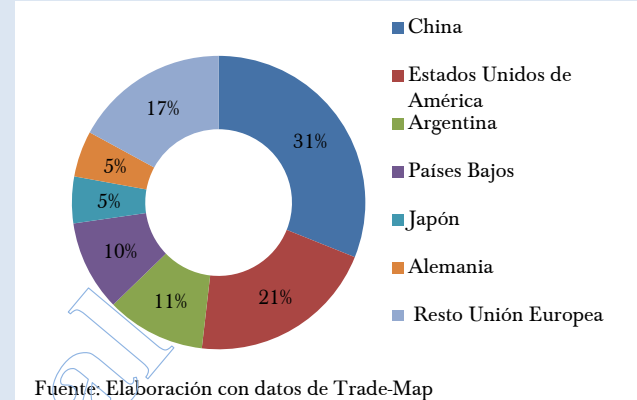
Gráfico IV
Precio internacional de la soja
Dólares por tonelada



China y sus efectos sobre Brasil

Teniendo en cuenta que China es el principal destino de exportación de Brasil, cualquier cambio en la evolución de su economía tendría un impacto sobre la economía brasilera (gráfico V).

Gráfico V
Principales mercados de Brasil
Porcentaje de participación



Por otro lado, para Paraguay la economía brasilera continúa siendo el principal socio comercial, a pesar que nuestro país ha reducido su participación en los últimos años. El efecto más significativo de la debilidad de la economía brasileña se ha notado en las reexportaciones y que podría ir acentuándose dadas las continuas correcciones a la baja en las previsiones de crecimiento del mencionado país. Con respecto a las exportaciones registradas, el mayor impacto en Paraguay podría observarse en los productos manufacturados, dada la mayor elasticidad-ingreso que tiene este tipo de bienes.

Otro efecto sobre la economía paraguaya puede darse sobre la industria de la maquila que tiene como su principal destino de exportación el mercado brasilero. Si bien, las exportaciones de las maquiladoras siguen aumentando, las frágiles perspectivas de crecimiento del vecino país en el año 2015 e incluso el año 2016, pueden frenar el ritmo de expansión de las empresas maquiladoras en nuestro país.

Consideraciones finales

Las exportaciones de Paraguay a China no son significativas, no obstante, existen canales indirectos a través de los cuales la economía paraguaya podría ser afectada.

Por una parte, dado el tamaño de la economía China su menor demanda ejerce presiones a la baja sobre los precios de las materias primas. En el caso de Paraguay, el

⁹ Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA por sus siglas en inglés)

principal efecto podría darse a través de la reducción del precio de la soja, teniendo en cuenta que China es el principal importador mundial. En el corto plazo, esto implica menores ingresos, mientras que en el mediano plazo esto podría afectar la expansión de la inversión en los sectores vinculados, pudiendo debilitar a su vez el crecimiento potencial de la economía.

Por otro lado, China es el principal socio comercial de Brasil, y éste último es el principal socio comercial de Paraguay. Dados estos vínculos, el desempeño económico del país asiático puede también afectar, indirectamente, a la economía paraguaya a través de menores exportaciones al vecino país. Asimismo, también podría frenar el menor ritmo de expansión de las empresas maquiladoras que tienen como principal destino de exportación el mercado brasilero.

Banco Central
del
Paraguay

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Banco Central
del Paraguay

Informe de Política Monetaria
Setiembre 2015

