



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Setiembre
2016

BCP © Derechos Reservados 2016



Banco Central del Paraguay



Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Implementación de la Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	19
III. Escenario Doméstico	22
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	30
Recuadro I	34
Análisis de la evolución reciente del crédito bancario en Paraguay	
Recuadro II	38
Evolución de la Inversión Extranjera Directa en el periodo 2008-2015.	
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 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 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Resumen Ejecutivo

El escenario económico internacional y regional se mantiene complejo. El crecimiento mundial previsto para el 2016 se mantuvo en 2,4% como en el IPoM de junio. Este resultado comprende compensaciones de revisiones al alza y a la baja en las proyecciones de crecimiento de los distintos países, a nivel global y regional. Estados Unidos registró una marcada corrección a la baja en las proyecciones para el año 2016, en tanto que, la Eurozona y China presentaron revisiones positivas. En la región, las proyecciones sobre el crecimiento de Brasil mejoraron respecto al informe anterior.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) en el segundo trimestre creció 1,4% trimestral anualizado, por encima de lo registrado en el primer (0,8%). Este resultado se explicó por el aumento de los gastos de consumo personal, de las exportaciones y de la inversión fija no residencial. Por su parte, en el sector manufacturero, el PMI de agosto se ubicó en zona de contracción por primera vez después de cinco meses de expansión. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene estable en 4,9% desde junio.

En la Eurozona, el crecimiento trimestral en el segundo trimestre fue menor al registrado en el primer cuarto del año. Esta reducción se explica por el menor incremento en el consumo de los hogares, la menor formación bruta de capital y el aumento de las importaciones. La tasa de desempleo se mantiene estable en 10,1% desde el mes de abril.

El crecimiento interanual en China en el segundo trimestre del año fue igual al registrado en el primero (6,7%). En el sector manufacturero, el PMI disminuyó en agosto respecto a julio, producto de un menor crecimiento de la producción, de las nuevas órdenes, de la disminución en las exportaciones y de la contracción del empleo.

En Brasil, el PIB presentó una reducción levemente mayor a las expectativas del sector privado en el segundo cuarto. El sector manufacturero continúa debilitado y esto se refleja en el PMI que permanece en zona contractiva. Si bien algunos indicadores siguen siendo frágiles, la confianza del consumidor y de la industria han mejorado en el margen. En línea con ello, las expectativas de crecimiento divulgadas por la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), se revisaron al alza con respecto a las observadas hasta el IPoM anterior. En cuanto a la política monetaria, en su reunión de agosto el BCB mantuvo la tasa SELIC en 14,25% anual.

En Argentina los indicadores de actividad siguen mostrando señales de fragilidad. El crecimiento interanual del PIB fue negativo en el segundo trimestre del año. En cuanto a la actividad industrial, se observó una contracción, tanto en términos mensuales como interanuales, del estimador mensual industrial (EMI) en julio. Con relación a los precios, la inflación interanual medida a partir del Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA), descendió en agosto con relación al mes anterior.

La economía paraguaya se ha mantenido resiliente ante el contexto externo más complicado. Si bien la actividad económica se moderó desde mediados del 2015, a partir del segundo trimestre del 2016 ha recobrado impulso, con una variación interanual del PIB de 6,2%, superior al 1,5% observado en el primer trimestre. Este resultado se explicó fundamentalmente por la recuperación de algunas ramas de la industria, las construcciones, el comercio y la ganadería. Por el lado del gasto, la demanda externa sigue siendo el principal factor de crecimiento. Al primer semestre, el crecimiento acumulado se situó en 3,7%, en línea con las actuales previsiones de crecimiento.

Respecto de la inflación, su trayectoria ha seguido moderándose desde el último informe. En el tercer trimestre, la tasa interanual promedio se situó en 3,2%, por debajo de la observada en el trimestre anterior (4,2%). La reversión de algunos precios volátiles de la canasta y las menores presiones sobre el tipo de cambio reflejadas en el comportamiento de los bienes importados (durables principalmente) continúan siendo los principales factores que explican la evolución reciente de la inflación.

En cuanto a las medidas de tendencia, la inflación núcleo también continuó mostrando una trayectoria descendente. La misma promedió una tasa interanual de 3,5% entre julio y setiembre, por debajo del 3,8% del segundo trimestre. Teniendo en cuenta este panorama más favorable para la inflación y considerando que había margen para una mayor consolidación de algunos sectores en el mediano plazo, el CEOMA en su reunión de julio consideró apropiado proveer un estímulo monetario adicional, reduciendo la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 25 pb, a 5,50% anual, tasa que se mantuvo en las dos siguientes reuniones (agosto y setiembre).

En línea con el mayor dinamismo de la actividad económica, en el escenario base, la estimación del crecimiento del PIB para el 2016 fue revisada nuevamente al alza, en este caso, de 3,5% a 4%. Asimismo, la mejora en la diversificación se ha reflejado en los ajustes sectoriales. En el sector secundario, las previsiones para construcciones, producción de energía eléctrica e industria manufacturera fueron corregidas positivamente. Por su parte, en el sector terciario, si bien el comercio fue revisado alza, en su conjunto, el crecimiento del sector verificó un ajuste a la baja, principalmente explicado por una caída en los servicios gubernamentales. Por el lado del gasto, la corrección al alza en la demanda externa explica en gran parte el cambio en la revisión del producto, teniendo en cuenta que las estimaciones de consumo público y privado fueron ajustadas a la baja. Conforme a los indicadores de corto plazo, las perspectivas para lo que resta del año siguen siendo favorables para la actividad económica.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	5,2	3,2	0,8
Agricultura	6,5	2,5	0,5
Ganadería	0,2	5,0	0,3
Otros Primarios	7,1	7,0	0,1
Sector Secundario	2,4	9,1	2,3
Manufactura	3,1	4,0	0,4
Construcción	2,5	18,0	0,7
Electricidad y Agua	1,6	11,1	1,2
Sector Terciario	2,4	1,6	0,7
Gobierno General	4,3	-2,0	-0,2
Comercio	-0,8	1,9	0,3
Comunicaciones	0,8	-0,9	0,0
Otros Servicios†	4,8	3,8	0,6
Impuestos	0,5	3,5	0,2
PIB a precios de mercado	3,0	4,0	4,0
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,3	3,3	

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Por el lado de los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en torno al 3,3% para el cierre del año, por debajo de la señalada en junio. El ajuste a la baja se explica, por una parte, por la reducción de algunos precios volátiles de la canasta, mayor a la prevista inicialmente, lo cual condiciona la proyección de la inflación a un nivel más bajo. Además, el tipo de cambio ha seguido apreciándose en los últimos meses, por lo que la expectativa del mismo implica menores presiones inflacionarias en el corto plazo. No obstante, se mantiene la incertidumbre respecto del ajuste de tasas por parte

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

de la Fed y su potencial efecto en el tipo de cambio. Por su parte, la inflación subyacente cerraría en torno al 3,5%, por encima de lo proyectado en el informe previo. Este comportamiento se debe en gran medida, al incremento reciente de precios de algunos productos puntuales del rubro alimenticio, afectados por factores de oferta. Este cambio en precios relativos se espera se revierta en el corto plazo. A partir del 2017, las distintas medidas de inflación se ubicarán por encima del 4%, ubicándose en valores cercanos a la meta, en particular en la segunda parte del próximo año, convergiendo de manera gradual al 4,5% en el horizonte relevante de proyección, en este caso el tercer trimestre de 2018.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Los escenarios de riesgos planteados en este informe se mantienen relativamente similares a los del IPoM anterior. En el ámbito internacional, si bien la Fed mantuvo nuevamente la tasa de interés en sus reuniones de julio y setiembre, las probabilidades más elevadas de un eventual ajuste en el corto plazo se concentran para la reunión de diciembre, aunque seguirá estando en función de la fortaleza de la actividad económica y del mercado laboral. Un aumento de tasas llevaría a un incremento del costo de fondeo externo y mayores presiones sobre las monedas de las economías emergentes. Por otro lado, la incertidumbre que representa el proceso del *Brexit* sigue siendo un factor de riesgo a la baja para la economía global. En cuanto a China, los riesgos de corto plazo se han moderado, dada la mayor estabilidad de su crecimiento, impulsada en gran medida por las políticas de estímulo implementadas por el gobierno. Sin embargo, existen algunos factores de riesgo, como la sostenibilidad de estas medidas y el funcionamiento del sistema financiero e inmobiliario.

En el ámbito regional, los indicadores de confianza y las perspectivas de crecimiento de Brasil han mejorado en los últimos meses. Este contexto, conjuntamente con la importante apreciación de su moneda representa un factor de riesgo al alza para la actividad económica local, por el efecto que podría tener sobre el comercio bilateral, principalmente el fronterizo. De hecho, las reexportaciones han comenzado a mejorar sustancialmente en meses recientes. No obstante, respecto de la economía brasileña, aún persisten desafíos que el gobierno debe enfrentar, tales como el desempleo, la elevada inflación y las reformas en el plano fiscal. La recuperación de la actividad dependerá en gran medida de que se siga fortaleciendo la confianza y se reduzca la incertidumbre interna y las tensiones políticas que podrían afectar la capacidad del gobierno para la implementación exitosa de las reformas previstas.

En el plano doméstico, las presiones provenientes del sector externo sobre el tipo de cambio nominal se redujeron, tras las sucesivas postergaciones del ajuste de la tasa Fed. No obstante, alguna presión sobre las monedas podría ir verificándose si el mercado laboral y la actividad siguen fortaleciéndose en Estados Unidos. Adicionalmente, la inflación externa relevante para nuestro país es otro factor que debe ser considerado. Las medidas que el nuevo gobierno argentino ha adoptado llevaron a un alza de los precios, generando importantes incentivos para el comercio en las zonas fronterizas con Argentina, principalmente en Encarnación. Esta mayor demanda podría tener un impacto positivo en la actividad pero también podría ejercer alguna presión en los precios de determinados productos locales.



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

Implementación de la Política Monetaria

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

El escenario internacional mantenía un desempeño débil y complejo en junio, lo cual había llevado nuevamente a una revisión a la baja del crecimiento mundial. Por un lado, las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas, en especial en Estados Unidos y Europa, fueron menos favorables que estimaciones previas. Por otra parte, entre las emergentes, China había mostrado un ligero aumento en sus proyecciones, mientras que en la región, en Brasil se empezaban a observar algunas señales económicas positivas.

La economía de Estados Unidos seguía mostrando una desaceleración, a pesar de que el crecimiento del PIB del cuarto trimestre fue revisado al alza. La evolución del mercado laboral en mayo se había mostrado marcadamente débil, por lo que, junto a la lenta recuperación económica, la Fed mantuvo la tasa de interés en su reunión en junio. Además, los resultados del *Brexit* habían reducido las probabilidades de un nuevo ajuste en el corto plazo.

En la Eurozona, la actividad económica en el primer trimestre había mostrado un mayor ritmo de expansión, mientras que el mercado laboral permaneció estable con ligeras disminuciones en la tasa de desempleo. La inflación se mantenía en niveles bajos y el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sin variaciones las tasas de referencia.

En China, los efectos previstos de las medidas expansivas de política económica implementadas por el gobierno habían contribuido a una leve corrección al alza en las proyecciones de crecimiento, a pesar de la menor expansión del primer trimestre del año respecto del último cuarto del año anterior.

En la región, se destacaba la menor contracción del PIB de Brasil en el primer trimestre respecto de las expectativas de mercado. El efecto de esto fue que en las encuestas del Banco Central de Brasil (Focus) se registraron revisiones al alza en las expectativas de crecimiento para el mediano plazo. En Argentina, el

crecimiento del producto del primer cuarto se había moderado respecto del último trimestre del año anterior y las expectativas habían mostrado resultados mixtos con relación al informe anterior para este y el siguiente año. Por su parte, la inflación permanecía al alza.

En lo interno, la actividad económica continuaba con un moderado crecimiento del PIB en el primer cuarto, pero superior al cuarto trimestre del 2015. Sin embargo, se señalaba que, conforme a indicadores adelantados, algunos sectores claves mostraban señales importantes de recuperación. Por el lado de los precios, la inflación total y las medidas subyacentes se habían reducido en el segundo trimestre con respecto al trimestre anterior, debido en parte, a la reversión de algunos precios volátiles de la canasta y a la apreciación del guaraní respecto al dólar que afectó a los precios de los bienes importados.

Teniendo en cuenta las menores presiones inflacionarias por el lado interno y externo que modificaron el balance de riesgos para la inflación, luego de mantener la TPM en abril, el CEOMA consideró apropiado otorgar un perfil más expansivo a la política monetaria en la reunión de mayo, reduciendo la tasa en 25 p.b. a 5,75% anual. En el mes de junio, la TPM se mantuvo en ese mismo nivel.

Con relación al IPoM de junio, la proyección de crecimiento del PIB se ajustó al alza de 3% a 3,5%, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica observado en los indicadores de corto plazo. La revisión se explicó principalmente por ajustes positivos en el sector primario (agricultura) y secundario (construcciones, energía eléctrica y manufactura), mientras que el sector terciario fue revisado a la baja por correcciones del sector comunicaciones y gobierno general. Con relación a los precios, la proyección de la inflación a finales de año se ubicó en 3,8%, menor a lo pronosticado previamente. Esto se debió en gran medida a la reversión, por un lado, de algunos precios volátiles de la canasta, tal como se había anticipado que sucedería, y por otro, de las expectativas de depreciación del tipo de cambio, las cuales se habían atenuado debido en gran medida a las menores probabilidades de ajustes de tasas por parte de la Fed. Hacia adelante, la inflación iría convergiendo a la meta del 4,5% en el horizonte relevante

de proyección, en ese momento el segundo trimestre del 2018.

Con relación a los escenarios de riesgos, en el escenario internacional se había modificado respecto de la probabilidad de ocurrencia en el corto y mediano plazo. La Fed había decidido postergar el ajuste de la tasa por datos débiles del mercado laboral y la complejidad de la coyuntura global. Además, el resultado del *Brexit* había generado una volatilidad importante en los mercados financieros internacionales días posteriores a su conocimiento, que posteriormente fue normalizándose. En la región, las medidas económicas anunciadas por el nuevo gobierno brasileño fueron tomadas como positivas por los mercados, pero existe incertidumbre respecto del éxito de las mismas por los costos sociales y políticos que podrían implicar.

En el ámbito doméstico, las presiones sobre el tipo de cambio se habían mitigado, en línea con la menor probabilidad de ajuste de la política monetaria por parte de la Fed en el corto plazo. Por otro lado, el ingreso de divisas por exportaciones en la primera mitad del año también había contribuido a un fortalecimiento del guaraní. Sin embargo, un potencial riesgo sobre los precios domésticos se refería a la inflación externa relevante para Paraguay. Esto se debía a algunas medidas adoptadas en Argentina que habían hecho que los precios de ese país se ajustaran al alza, generando una depreciación real del tipo de cambio. Esta situación podría ejercer presiones sobre algunos precios nacionales. Con relación a la actividad, en los últimos meses se había observado la recuperación de algunos sectores importantes como la industria manufacturera y el comercio, por lo que las perspectivas para el resto del año eran positivas. Evaluados los escenarios de riesgos, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

Reuniones de julio, agosto y setiembre.

En la reunión de julio, se señalaba que un acontecimiento importante en el ámbito externo había sido el resultado del *Brexit*, lo cual generó una volatilidad importante en los mercados financieros internacionales, aunque posteriormente fueron estabilizándose. Con ello, las probabilidades de un ajuste de tasas por parte de la Fed

para este año, habían disminuido de manera importante. En la Eurozona, la actividad económica mostraba una evolución favorable, aunque moderada. En China, por su parte, el crecimiento del PIB del segundo trimestre se había ubicado por encima de las expectativas de mercado. En la región, sin embargo, Brasil mostraba señales de recuperación en el margen, lo que se reflejó en mejoras en las perspectivas de crecimiento. En Argentina si bien la actividad económica había tenido un comportamiento positivo, el sector industrial se encontraba deteriorado y la inflación seguía alta.

En el plano local, la trayectoria de la variación de precios se mantenía consistente con la meta de inflación en el horizonte de política, al tiempo que la actividad continuaba mejorando con signos claros de una recuperación más diversificada, pero aún con margen de una mayor consolidación de algunos sectores económicos en el mediano plazo.

Bajo este contexto, el CEOMA consideró oportuno adoptar un perfil de política monetaria más expansivo, por lo que redujo en 25 p.b. a 5,50% anual, garantizando la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% en el horizonte relevante de proyección.

En agosto, en el plano internacional, las economías desarrolladas continuaban con un moderado ritmo de expansión. En Estados Unidos, el mercado laboral había mostrado resultados sólidos en junio y julio. No obstante, las probabilidades del mercado de ajustes de tasas por parte de la Fed en el corto plazo permanecían bajas. En la Eurozona, la inflación tuvo un ligero aumento en el margen. En las economías emergentes, China mostró un buen desenvolvimiento de la actividad industrial. En el ámbito regional, aunque se pronostica una caída para la economía en el presente año, Brasil mostraba signos de recuperación tanto en los datos efectivos como en los indicadores de confianza. En Argentina, por su parte, el sector industrial seguía deteriorándose, mientras que la inflación se había desacelerado en julio.

En lo interno, la inflación se había reducido nuevamente en julio, en parte afectada por la continuidad en la reversión de algunos precios volátiles de la canasta. Respecto de la actividad, se destacaba que la expansión de los últimos meses, estaba influenciada

fundamentalmente por el buen desempeño de algunas ramas del sector secundario y terciario, mejorando así la composición del crecimiento.

En este escenario, el CEOMA determinó que no era necesario realizar ajustes adicionales a la tasa de referencia, por lo que decidió mantener el perfil monetario con una tasa de 5,50% anual, a fin de asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte de proyección.

Para la reunión de setiembre, el escenario internacional no había cambiado mucho. Estados Unidos continuaba creciendo a tasas moderadas y el mercado laboral seguía fortaleciéndose, aunque con vaivenes, con una tasa de desempleo cercana a la considerada de pleno empleo. Así, las mayores probabilidades según el mercado de un ajuste de tasas de la Fed estaban marcadas para la reunión de diciembre. En Brasil, aunque algunos indicadores de corto plazo se habían deteriorado en el margen, las perspectivas de crecimiento para el presente año

mostraron una ligera mejora. En Argentina, la actividad económica permanecía con un frágil desempeño.

En el ámbito doméstico, los indicadores de actividad económica de corto plazo seguían mostrando un crecimiento robusto, consolidando el dinamismo y la mayor diversificación observada en meses previos, principalmente por el buen desempeño de las construcciones, de la industria manufacturera y de algunas ramas del sector servicios. La inflación continuaba con una trayectoria coherente con la meta en el horizonte.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró que la estrategia más apropiada era mantener sin variación el perfil de política monetaria, con una TPM de 5,50% anual, garantizando así la convergencia de la inflación a la meta de 4,5% anual en el horizonte relevante de proyección.

I. Entorno Internacional y Regional

Actividad económica

El escenario económico internacional y regional se mantiene complejo. El crecimiento mundial previsto para el 2016 se mantuvo constante en 2,4% como en el IPoM de junio. Esto es resultado de revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento de algunas economías que compensaron las revisiones a la baja proyectadas para otras economías. Entre las economías desarrolladas, Estados Unidos registró una marcada corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento para el año 2016, mientras que la Eurozona presentó una revisión positiva. Así mismo, China verificó mejores perspectivas de crecimiento para el año 2016. En cuanto a las principales economías de la región, se observa una mejora en las previsiones de Brasil, no así para Argentina. Con esta revisión el crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay en el Mercosur fue menos negativo que en el IPoM de junio, a pesar de la baja en las expectativas de crecimiento para Argentina (tabla I.1).

El Producto Interno Bruto (PIB) de Estados Unidos creció 1,4% trimestral anualizado durante el segundo trimestre del año, superior a lo registrado en el trimestre anterior (0,8%). El crecimiento más elevado se explicó principalmente por los cambios positivos en los gastos de consumo personal (PCE), en las exportaciones y en la inversión fija no residencial. En lo que se refiere a la actividad manufacturera, el PMI (Purchasing Managing Index) fue 49,4 en el mes de agosto ubicándose en zona de contracción por primera vez después de cinco meses de expansión (gráfico I.1). El deterioro observado en este indicador se debió principalmente a la disminución de las nuevas órdenes, a la desaceleración de la producción, del empleo y de los inventarios. Por otra parte, la tasa de desempleo se mantiene estable en 4,9% desde junio. Sin embargo, en el mes de agosto las nóminas no agrícolas se incrementaron en 151 mil nuevos puestos de trabajo, monto por debajo del promedio de los últimos doce meses (204 mil) y de las expectativas del mercado (180 mil).

En cuanto a la Eurozona en el segundo trimestre el producto interno bruto aumentó en 0,3%, cifra por debajo del crecimiento registrado en el trimestre anterior (0,5% conforme a la última revisión). Esta reducción esta explicada

Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

(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 octubre de 2016.

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

Índice de difusión

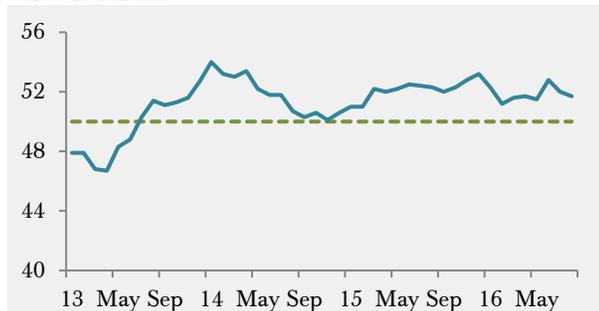


(*) Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Construido en base a encuestas a gerentes de compras. Elaborado por el Institute for Supply Management (ISM).

Fuente: Bloomberg.

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

Índice de difusión

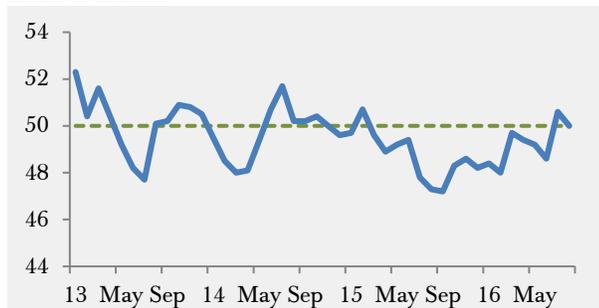


(*)Un valor por encima (debajo) de 50 indica optimismo (pesimismo). Elaborado por Markit Economics.

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 Caixin Media.

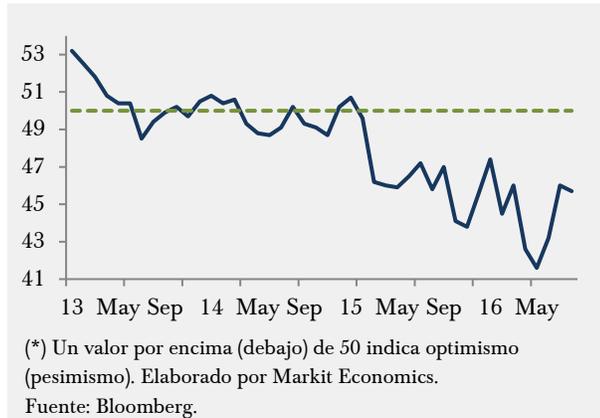
Fuente: Bloomberg.

por un menor incremento en el consumo de los hogares, la menor formación bruta de capital y el aumento de las importaciones. Las economías que registraron un mayor crecimiento fueron Rumania y Hungría, mientras que España y Alemania mostraron tasas de crecimiento menos elevadas del 0,8 y 0,4 respectivamente. Con relación a la actividad manufacturera, en el mes de agosto el PMI presentó una leve desaceleración, ubicándose en 51,7 (52 en julio) (gráfico I.2). Por otra parte, la tasa de desempleo en julio fue 10,1%, manteniéndose estable desde el mes de abril. En este contexto, las proyecciones de crecimiento del PIB del Banco Central Europeo fueron 1,7% para el 2016 y 1,6% para el 2017 y 2018.

En China, el crecimiento económico en el segundo trimestre fue 6,7% interanual, igual al registrado en el trimestre anterior. En el sector manufacturero, el PMI se situó en 50 en el mes de agosto (50,6 en julio) (gráfico I.3) Esta disminución fue producto de un menor crecimiento de la producción, de las nuevas órdenes, de la disminución en las exportaciones y de la contracción del empleo.

En Brasil, el Producto Interno Bruto (PIB) del segundo trimestre del 2016 presentó una reducción del -0,6% trimestral, mayor a la esperada por el mercado (-0,5%). El sector manufacturero continúa debilitado, esto se refleja en el PMI que permanece en zona contractiva con un índice de 45,7 en agosto (46,0 en julio) (gráfico I.4). Este comportamiento refleja una mayor contracción de la producción y de las nuevas órdenes, así como un incremento en la tasa de recorte de puestos de trabajo y en los niveles de compras. No obstante, la producción industrial creció 0,1% mensual en julio, y en términos interanuales registró una menor caída (-6,6% interanual) respecto al mes previo. En lo que respecta al mercado laboral, la tasa de desempleo cerrado en el mes julio fue de 11,6%, dato mayor al del periodo anterior (promedio de abril a junio) y también mayor al del mismo trimestre del año anterior (7,5%). Por otra parte, al 23 de setiembre, las expectativas de crecimiento, divulgadas por la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), se revisaron al alza respecto al IPoM anterior, señalando una contracción de 3,14% para el 2016 y una expansión de 1,3% para el año 2017. Si bien se ha observado mejoras en algunos indicadores, el panorama económico en Brasil continúa debilitado.

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



En Argentina, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) estimó una contracción del Producto Interno Bruto (PIB) del 3,4% en el segundo trimestre, por debajo de lo observado en el mismo periodo del año anterior (gráfico I.5). De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI) en julio, la actividad industrial presentó una caída de 7,9% con respecto al mismo mes del año 2015, mientras que en términos acumulados mostró una caída de 4,0%. Este resultado se debió principalmente a las caídas registradas en la industria automotriz (-13,4%), las industrias metálicas básicas (-12,7%), la industria del tabaco (-6,4%), la metalmecánica (-5,1%), los productos minerales no metálicos (-4,6%) y la refinación del petróleo (-4,4%). Por otra parte, en julio presentó incrementos la industria textil (8,1%).

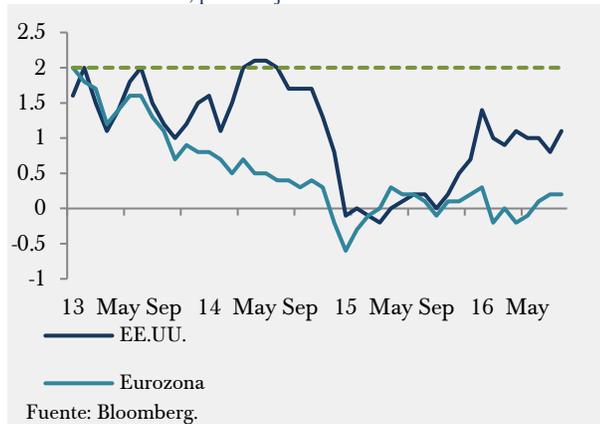
Gráfico I.5
Argentina: Producto Interno Bruto trimestral
Variación interanual, porcentaje



Inflación y Política Monetaria

En las economías avanzadas se mantienen bajas las tasas de inflación, asociadas principalmente a las reducciones en los precios de energía. En Estados Unidos, el PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) de julio mostró una variación interanual de 0,8%, mientras que la inflación núcleo, que excluye del PCE los componentes volátiles de los alimentos y de la energía, aumentó en 1,5%. La inflación medida por la variación del índice de precios al consumidor (IPC) fue 0,8% interanual en julio, sin embargo, la inflación que excluye del IPC los precios de los alimentos y de la energía fue 2,2% interanual. Por otra parte, en la Eurozona, la inflación de agosto fue 0,2% interanual (0,2% en julio), mientras que la inflación núcleo registró la tasa de 0,8% interanual, levemente menor al 0,9% de julio (gráfico I.6).

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



En la región, la inflación de Brasil en agosto fue de 8,9% interanual (gráfico I.7). Respecto a las perspectivas de inflación, de acuerdo a la encuesta semanal Focus del Banco Central de Brasil (BCB), al 23 de setiembre se esperan tasas de inflación de 7,25% y 5,07% para los años 2016 y 2017 respectivamente. En su reunión de agosto, el BCB mantuvo la tasa SELIC en 14,25% anual.

En Argentina, el nuevo índice de precios publicado por el INDEC, mostró en agosto una inflación de 0,2% con respecto al mes anterior. Por su parte, la inflación medida a partir de la variación del Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA), fue 44,5% interanual, por debajo de lo registrado en julio (47,20%). Como medida de política

Gráfico I.7
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje



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

Porcentaje

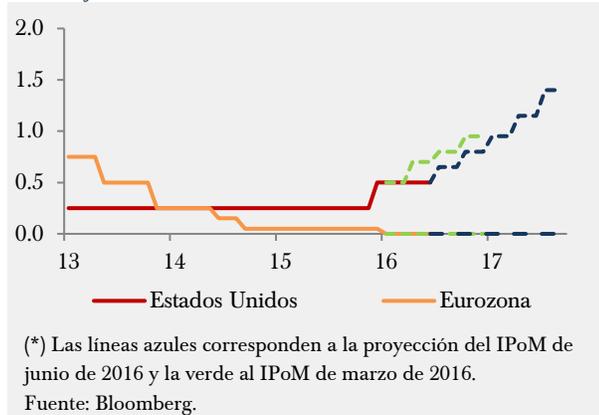
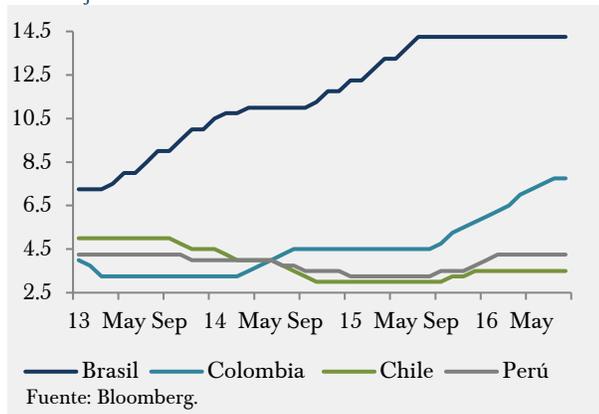


Gráfico I.9
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



monetaria, el Banco Central de la República Argentina mantuvo inalterada su tasa de política monetaria en 26,75% anual en la reunión de octubre.

En la reunión de setiembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo el rango objetivo de tasas de interés en 0,25% - 0,50%, nivel que se ha venido manteniendo desde diciembre del 2015. El reciente desempeño de la economía de Estados Unidos y las señales mixtas de recuperación que muestran los indicadores sugieren movimientos graduales en las tasas de interés que dependerán de la evolución de las condiciones económicas. Otra decisión tomada en la reunión fue realizar operaciones en el mercado abierto para mantener las tasas dentro del rango meta. Por otra parte, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia en la reunión de setiembre. Las tasas de facilidad de depósitos quedaron en -0,4%, las tasas de operaciones de refinanciamiento, en 0,00% y las de facilidad marginal de crédito en 0,25% (gráfico I.8). En lo que respecta a las medidas no convencionales, seguirá la implementación del programa de compra de activos hasta finales de marzo 2017 o hasta que la inflación sea compatible con los objetivos inflacionarios. Así, en junio prosiguió el programa de compra de bonos corporativos (CSPP) junto con la nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO II).

Con respecto a los demás países de la región, las tasas de referencia se mantuvieron o se incrementaron desde el último informe, dado el escenario más complejo que enfrentan en términos de inflación. Destaca el caso de Colombia, que luego de incrementar sus tasas desde el año 2015 decidieron en la reunión de agosto mantener la tasa en 7,75% anual (4,5% anual en setiembre de 2015). Asimismo, México también mantuvo su tasa en 4,25% anual en su reunión de agosto. Por su parte, Chile y Perú mantuvieron sus tasas en este periodo (gráfico I.9).

Materias primas

En el mes de setiembre la mayoría de los commodities no energéticos han presentado deterioro en sus precios a excepción del azúcar; con relación a los registrados en el último IPoM.

El precio de la soja registró una caída de 15,5% en el mes de setiembre con respecto a la cotización de junio, en tanto que aumentó 10% interanualmente. Este comportamiento en los

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



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

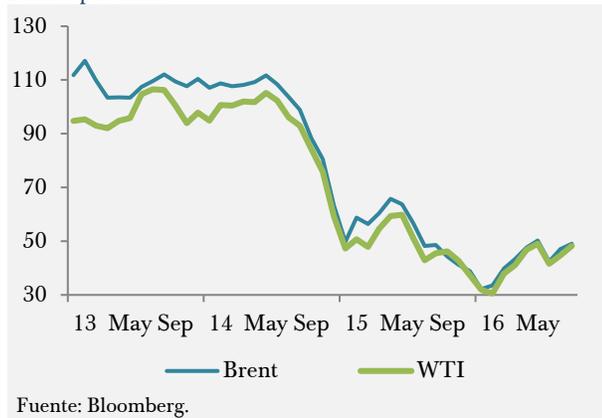
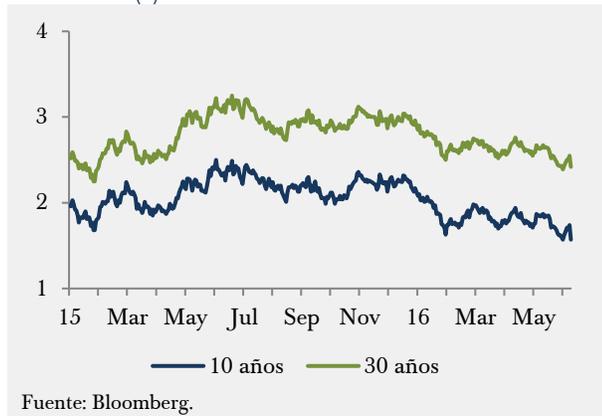


Gráfico I.12
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



precios se explicó, en gran medida, por problemas observados con las cosechas en Argentina y Brasil, así como por una disminución en las proyecciones de las cosechas de Estados Unidos para el 2016 y 2017.

Asimismo, los precios de los cereales disminuyeron. El precio del maíz cayó 7,5% y el trigo 17,9% con respecto a su cotización en el mes de junio. En términos interanuales disminuyeron 0,7% y 19,5%, respectivamente.

En setiembre los precios de la carne bovina se deterioraron en 12% en relación al mes de junio y 24% respecto a setiembre del 2015.

Los precios del azúcar aumentaron 10,1% respecto al presentado en el último informe y con relación a setiembre del 2015 aumentaron 88,2%. El comportamiento ascendente de los precios del azúcar responde a la baja en las proyecciones de producción en India y Brasil.

Para el tercer trimestre del año se observa una tendencia descendente en los precios internacionales del petróleo. Esto se explica principalmente por el aumento de la producción en Irán, Libia y Nigeria, lo que genera un periodo de demanda más débil y exceso de oferta del crudo, hasta los primeros meses del 2017. El precio del petróleo Brent ha disminuido en 2,6% mientras que el WTI en 1,6% en comparación a los registrados en el mes de junio.

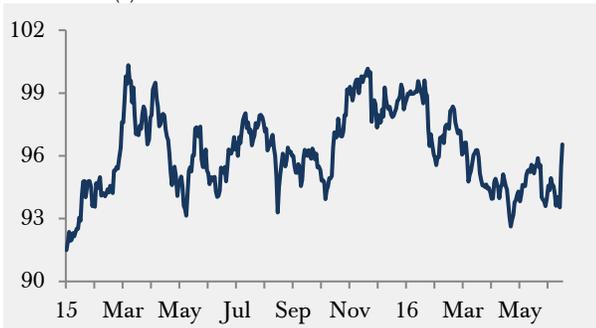
Mercados financieros internacionales

Respecto a los mercados bursátiles, se registró una tendencia ascendente en los principales índices accionarios, debido principalmente al buen desempeño de las utilidades trimestrales de las empresas.

En relación a los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU a 10 y 30 años, se observó una caída en los últimos meses, manteniendo la tendencia desde inicios del año. Los menores rendimientos se observaron principalmente a inicios del trimestre por un mayor dinamismo del empleo durante el mes de junio. De esta forma, los rendimientos cotizaron en promedio en 1,63% y 2,35% respectivamente, inferior a los rendimientos promedios observados el trimestre anterior (gráfico I.12).

La cotización del dólar americano se mantuvo volátil durante el tercer trimestre del año, sin embargo presentó

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

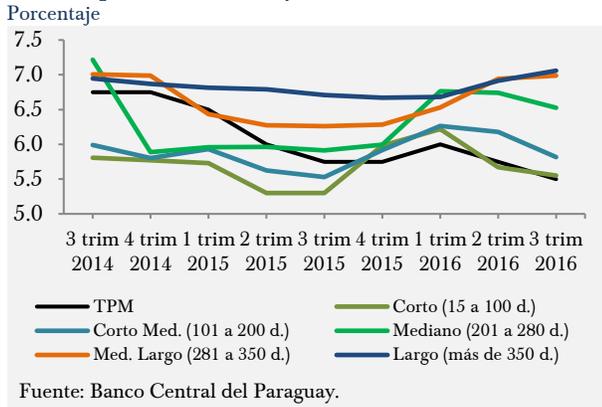


(*) Valor del dólar frente al euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.
Fuente: Bloomberg.

una mayor cotización promedio en relación a lo registrado el trimestre anterior. Este comportamiento se explica principalmente por el incremento en las probabilidades de ajuste al alza de las tasas de interés de la Reserva Federal el año 2016 y por el fortalecimiento de algunos indicadores de la economía de Estados Unidos a inicios del trimestre (gráfico I.13).

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1
Tasas de política monetaria y de IRM

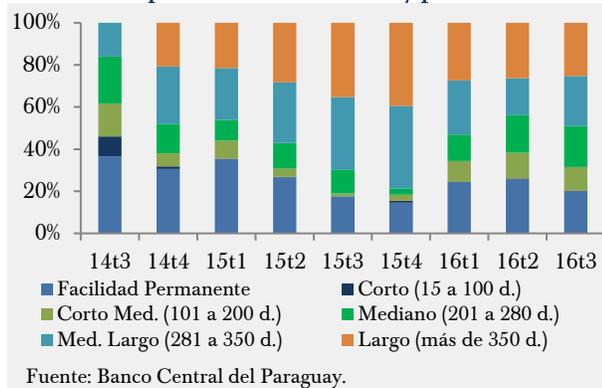


Política Monetaria

Desde la última publicación del IPoM, el contexto internacional se ha mantenido complejo e incierto, mientras que en el plano regional se continuó observando algunas señales de estabilización de la economía brasileña. Por su parte, el ajuste de la tasa de la Fed se ha vuelto a postergar en las reuniones de julio y setiembre, y las probabilidades más elevadas se concentran para la reunión de diciembre.

En el plano local, la inflación siguió moderándose en el transcurso del tercer trimestre, como resultado de la continuidad en la reversión de algunos precios volátiles y las menores presiones del ámbito externo. Asimismo, la inflación núcleo continuó reduciéndose en este periodo. Por otra parte, si bien los indicadores de actividad económica mostraban claras señales de recuperación, aún existía margen para una mayor consolidación de algunos sectores en el mediano plazo. En este contexto, en su reunión de julio, el Comité decidió reducir la tasa de política monetaria en 25 p.b., a 5,50% anual, nivel en el que se mantuvo en las reuniones de agosto y setiembre.

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



Instrumentos de Regulación Monetaria

Con respecto a los instrumentos de regulación monetaria (IRM), las colocaciones de corto plazo se redujeron del 38% en el segundo trimestre al 31% en el tercer trimestre. En contrapartida, se incrementaron las de mediano plazo, de un 35% a un 43% en el mismo periodo, mientras que las de largo plazo mantuvieron una participación similar.

En cuanto a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el tercer trimestre del año se registró una mayor diversificación, a diferencia de lo que se había observado en el trimestre inmediato anterior en el cual la demanda se había concentrado principalmente en los instrumentos de más corto plazo. Así, en el tercer trimestre las colocaciones para plazos hasta tres meses, a seis meses y a un año y más representaron 32,4%, 20,7% y 46,9%, respectivamente (74,6%, 7,1% y 18,3%) (gráfico II.3).

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

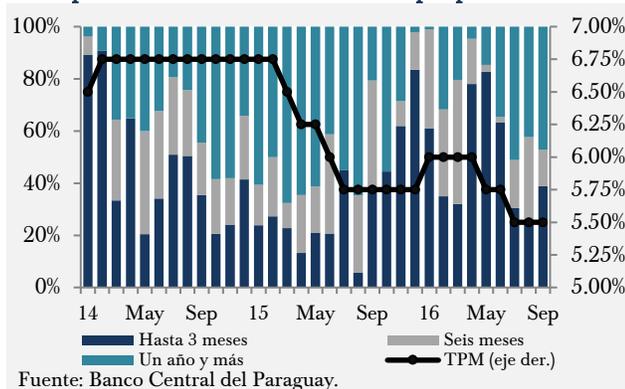


Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje

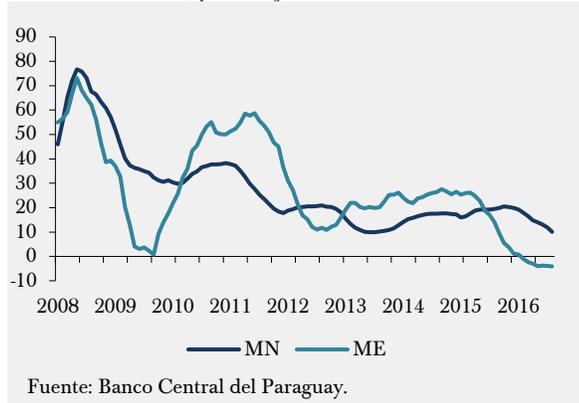


Gráfico II.5
Créditos en MN y ME

Variación mensual, porcentaje

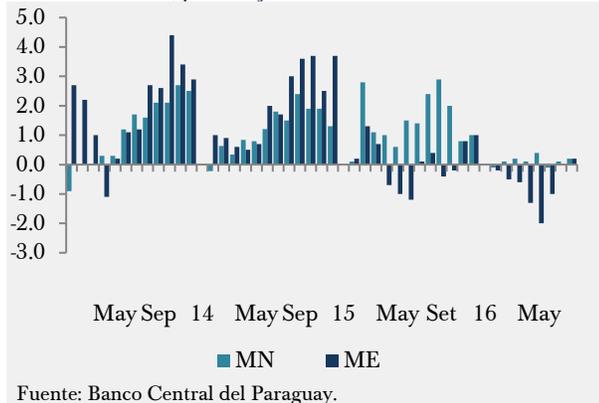
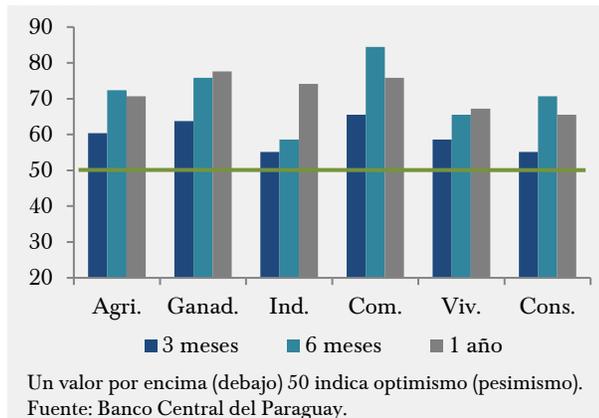


Gráfico II.6
Encuesta de expectativas del sistema financiero por sectores
Índice de difusión



Condiciones Financieras

Los créditos bancarios continúan expandiéndose, aunque a un menor ritmo respecto del IPoM de junio, explicada principalmente por la desaceleración de los créditos en moneda local y la contracción de los denominados en moneda extranjera.

En agosto, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 8,1%, por debajo del 13,6% registrada en el mes de mayo. Por su parte, los préstamos en moneda extranjera mostraron una variación de -4,1% interanual (-4,0% en mayo) (gráfico II.4).

Con relación al destino de los créditos en moneda nacional (MN), el comercio, la ganadería y las familias continúan siendo los principales receptores con un 68% de participación. En cuanto a los concedidos en moneda extranjera (ME), la agricultura, la ganadería, el comercio y la industria siguen siendo los principales destinos, con 77,0% de participación.

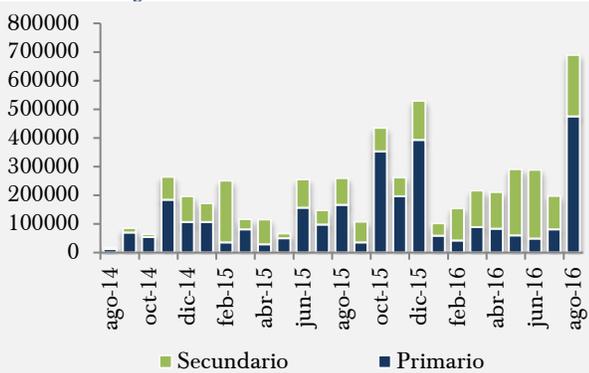
En línea con los datos observados, en la “Encuesta sobre la Situación General del Crédito” del segundo trimestre, los intermediarios financieros continúan observando un menor dinamismo en la concesión de créditos respecto al mismo periodo del año anterior. Así, a junio de 2016, el 31% de las entidades encuestadas respondió que la coyuntura actual es óptima para el otorgamiento de créditos, porcentaje inferior al del primer trimestre de 2016 (38%). No obstante, la reciente mejora en el desempeño de algunos sectores económicos que se habían debilitado desde mediados del 2015, podría influir positivamente en el desempeño de los créditos en los próximos meses.

Con relación a las expectativas sobre la concesión de créditos para los próximos tres meses, el 29% de los encuestados respondió que el crédito aumentará, ubicándose por encima de lo observado en la encuesta del primer trimestre (26%) y por debajo del cuarto trimestre de 2015 (34%), asimismo, el 10% de los encuestados respondió que el crédito disminuirá y el 61% que se mantendrá. Por su parte, los indicadores de difusión de créditos por sectores para tres, seis y doce meses se ubican todavía en niveles optimistas (gráfico II.6).

Gráfico II.7

Volumen Negociado en la BVPASA

En millones de guaraníes

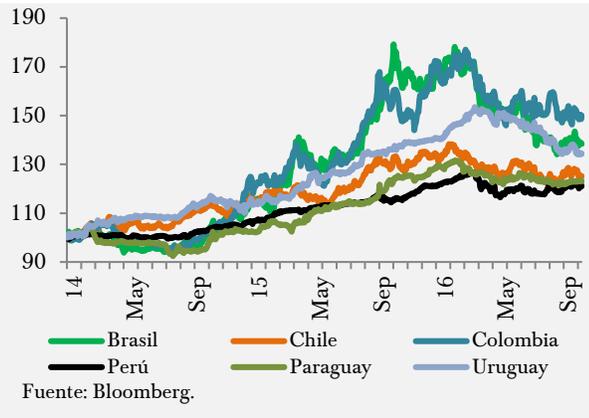


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA).

Gráfico II.8

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice 18-dic-2013 = 100

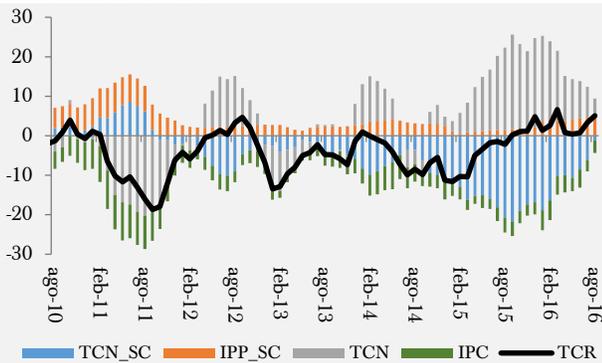


Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.9

Tipo de cambio real multilateral

Índice enero 1995 = 100



SC: Socios comerciales

Fuente: Banco Central del Paraguay

Mercado bursátil

El total negociado en la bolsa de valores se ha incrementado en torno a 165% en agosto con respecto a lo observado en el mismo periodo del 2015. Este resultado se explicó tanto por el aumento de las operaciones en el mercado primario (186%), como en el secundario (129%). Del total negociado, el 69% correspondió a transacciones en el mercado primario, similar a lo que se había observado en agosto de 2015 (65,9%) (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en agosto, los bonos públicos representaron 76,5%, los bonos subordinados 12,2%, los bonos corporativos 7,3%, los bonos financieros 1,9%, los títulos de crédito 0,1% y las acciones 2,0%.

En agosto, la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 7,8% para las operaciones en moneda nacional y 7,3% para aquellas en moneda extranjera (12,8% y 6,5% en agosto de 2015, respectivamente).

Tipo de cambio

Las monedas de la región, y en particular el guaraní, han seguido fortaleciéndose con respecto al dólar en los últimos meses. Así, la moneda local registró una apreciación de 1,2% entre setiembre y mayo. Asimismo, el real verificó una apreciación, de 8,1% en el mismo periodo, comportamiento que también siguieron el peso uruguayo (8,3%), el peso colombiano (2,8%) y el peso chileno (2,2%) (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) mostró una depreciación acumulada de 1,4%, entre setiembre y mayo, explicada básicamente por la mayor apreciación nominal de las monedas de los socios comerciales con respecto a la apreciación que registró el guaraní (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

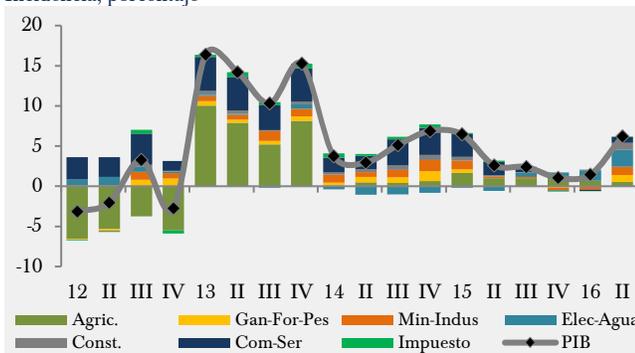
Sectores	Pond. 2015	2015				2016	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura	18,9	7,7	5,4	7	4,8	3,2	2,9
Ganadería, forestal y pesca	6,5	7,9	-0,7	-0,6	-2,8	-0,8	14,4
Industria y minería	10,6	10,1	2	1,5	-2,6	-3,6	10,6
Electricidad y agua	10,7	-1,6	-4,7	4,9	8,2	11,8	20,0
Construcción	3,7	15,5	4,8	1,5	-1,6	2,7	23,0
Servicios	43,3	6,8	3,8	1,3	-0,1	-0,4	1,6
Impuestos a los productos	6,3	2,8	2	1,7	-1,3	-0,6	1,3
PIB Total	100,0	6,5	2,6	2,4	1,1	1,5	6,2
PIB sin Agricultura y sin Binacionales	72,2	7,4	3,2	1,2	-0,9	-0,6	4,9

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. 2015	2015				2016	
		I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna	93,2	5,6	4,4	2,0	-0,9	-0,7	0,6
Consumo de hogares	63,5	3,0	3,3	2,4	1,0	1,0	1,1
Consumo gobierno	9,5	13,0	7,3	4,0	2,4	-0,6	-4,0
Formación Bruta de Capital	20,2	11,8	6,5	0,1	-7,3	-6,5	1,1
Exportaciones	55,8	2,8	-8,5	-7,7	1,9	-2,6	7,2
Importaciones	49,0	0,4	-7,8	-9,1	-2,0	-7,7	-3,0
PIB Total	100,0	6,5	2,6	2,4	1,1	1,5	6,2

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Actividad y demanda

La economía paraguaya se ha mantenido resiliente ante el escenario internacional y regional más complejo. Si bien la actividad económica se moderó desde mediados del 2015, en el segundo trimestre del 2016 ha recobrado impulso, fundamentalmente por la recuperación de algunas ramas del sector secundario y terciario. La mayor diversificación de los destinos de exportación, las señales de estabilización de la economía brasileña y las buenas condiciones climáticas fueron algunos de los factores que afectaron positivamente el desempeño de algunos sectores que se habían debilitado en trimestres previos.

En el segundo trimestre, el PIB registró una variación interanual 6,2%, muy superior al 1,5% observado en el primer trimestre (tabla III.1). Con este resultado, la tasa acumulada al primer semestre se sitúa en 3,7%, en línea con la previsión de crecimiento para el 2016.

Por el lado de la producción, los sectores con mayor incidencia en el crecimiento del segundo trimestre fueron la producción eléctrica de las binacionales, la construcción, las manufacturas, la agricultura y la ganadería, corroborándose también una mejora en la composición del crecimiento (tabla III.1).

El sector agrícola presentó un crecimiento interanual del 2,9% (3,2% en el trimestre anterior), explicado principalmente por los mayores volúmenes de producción de soja y maíz. Conforme a los últimos datos disponibles, se estima cerrar el año agrícola con niveles superiores al del 2015.

Por su parte, la actividad “ganadería, forestal y pesca” verificó un crecimiento interanual de 14,4%, tras cuatro trimestres de caídas consecutivas. El resultado positivo se debió, en gran parte, a la mayor diversificación del mercado de exportación así como al mayor volumen de faenamiento de ganado vacuno en los frigoríficos. Asimismo, se destaca el mejor posicionamiento de Paraguay como el principal proveedor del mercado chileno (primero en importancia si se considera el valor de las exportaciones).

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

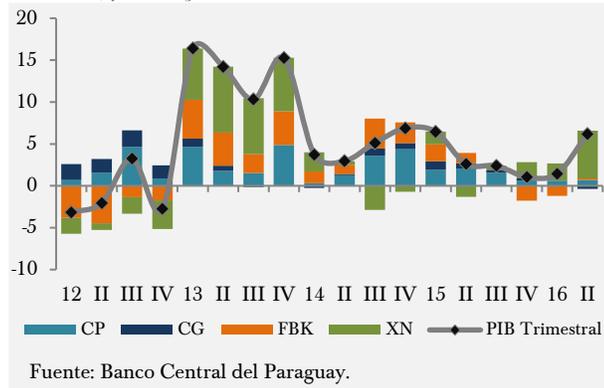


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

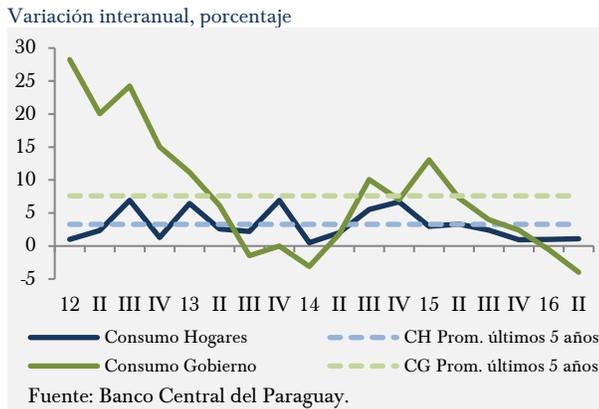
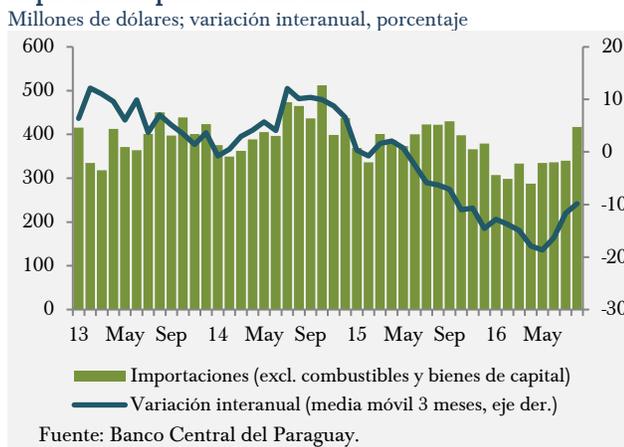


Gráfico III.4
Importaciones para consumo interno
Millones de dólares; variación interanual, porcentaje



Por su parte, el sector de electricidad y agua (que incluye la producción de las binacionales) presentó nuevamente una importante expansión por cuarto trimestre consecutivo, con una tasa de crecimiento interanual de 20,0%, muy superior al promedio de los últimos cinco años (2,3%). Al primer semestre, la tasa acumulada se ubica en 15,7%. Las perspectivas para el sector siguen siendo muy favorables considerando el caudal hídrico adecuado y las excelentes condiciones técnicas y de operación de las centrales hidroeléctricas.

La industria manufacturera presentó un aumento interanual de 10,6% (-3,6% en el trimestre anterior) y una variación acumulada de 2,9% en el primer semestre. La producción de carne, de cueros y calzados, la fabricación de productos metálicos y de minerales no metálicos (relacionados a las construcciones), bebidas y tabacos, aceites, lácteos, molinería y panadería fueron los principales motores del crecimiento del sector en el segundo trimestre. Estos resultados positivos fueron atenuados por los menores niveles de producción de los sectores textiles, lácteos y de madera.

En cuanto a la industria cárnica, se prevé que continúe con el impulso favorable en los siguientes trimestres del 2016, dada la importante demanda proveniente del mercado chileno y la mayor diversificación de los mercados (Vietnam, Kuwait, Egipto).

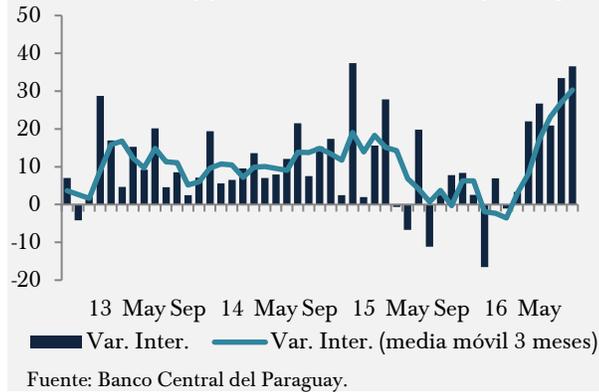
Por otro lado, el sector de la construcción registró nuevamente una significativa expansión (23,0% interanual), alcanzando con esto un crecimiento acumulado de 12,8% en el primer semestre del año. La gran dinámica que atraviesa el sector, está fundamentalmente explicada por la mayor ejecución de obras del sector privado (edificios corporativos, departamentos y centros comerciales), además de una importante recuperación en el nivel de inversión física por parte del gobierno central. A su vez, cabe destacar que las condiciones climáticas en el segundo trimestre fueron más propicias, permitiendo un mayor avance de las obras.

Asimismo, el sector servicios ha mostrado un mejor resultado en el segundo trimestre, registrando una variación interanual de 1,6% (-0,4% en el primer trimestre). La mejoría del sector se debe al repunte de la actividad comercial, acompañado por el buen desempeño de los servicios financieros, a los hogares y a las empresas. No obstante, el crecimiento fue atenuado por

Gráfico III.5

Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



las caídas verificadas en el sector gobierno, comunicaciones y transporte.

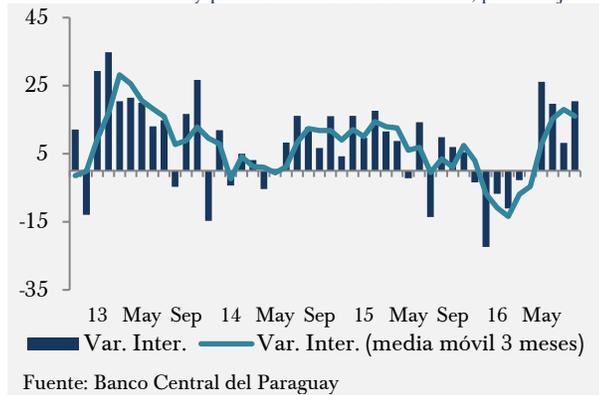
Desde la perspectiva del gasto, durante el segundo trimestre de 2016 el impulso positivo al PIB provino nuevamente del sector externo. Asimismo, se observa un leve repunte de la demanda interna (0,6% interanual) explicada principalmente por el buen desenvolvimiento de las inversiones.

Entre los principales componentes de la demanda interna se ha registrado un aumento de 0,4% en el consumo total y de 1,1% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales (tabla III.2).

Gráfico III.6

Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

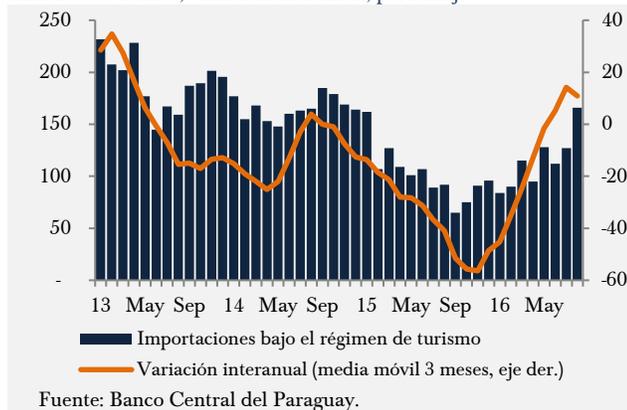


Entre los componentes del consumo total, el consumo público continúa registrando una caída (-4% interanual en el segundo trimestre), explicada básicamente por la reducción de los gastos corrientes del gobierno, con la finalidad de generar mayor espacio para las inversiones públicas (gráfico III.3). El consumo privado, por su parte, verificó un crecimiento de 1,1% (1,0% en el primer trimestre). Este comportamiento del consumo en los últimos trimestres, podría estar asociado, en parte, al debilitamiento que se había observado en algunas ramas del sector secundario y terciario que son generadoras de la mayor parte del empleo e ingreso de la población. A esto hay que sumarle el efecto negativo causado por la reducción de los términos de intercambio y la disminución de las facilidades para las compras con tarjeta de crédito. No obstante, dado que se está comenzando a verificar una recuperación de los sectores que se habían debilitado, podría esperarse un mayor dinamismo en los próximos trimestres. De hecho, en el margen, se observa una recuperación de las importaciones de bienes para consumo interno (gráfico III.4).

Gráfico III.7

Importaciones bajo el régimen de turismo

Millones de dólares; variación interanual, porcentaje



En cuanto a la inversión, la Formación Bruta de Capital (FBK) registró un crecimiento interanual de 1,1% (-6,5% en el primer trimestre), explicado principalmente por la expansión de 11,6% de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF), aunque fue atenuada en gran medida por el resultado en variación de existencias (tabla III.2). Dentro de la FBKF, las construcciones (privadas y públicas) muestran un crecimiento importante, mientras que se siguen observando resultados negativos de inversiones en maquinarias y equipos. Por su parte, la desacumulación de inventarios se debió principalmente a la reducción del stock del sector agropecuario, como resultado del importante crecimiento de las exportaciones.

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

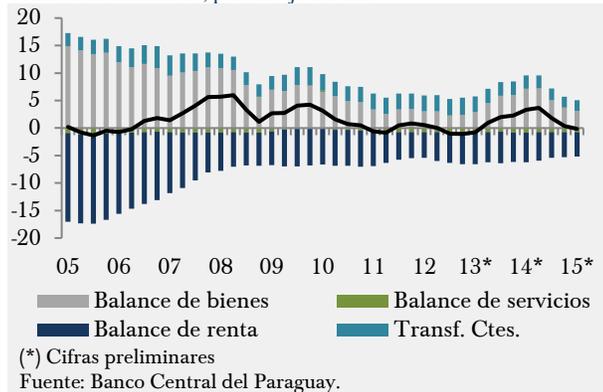


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2014*	2015 *	2016 (f)
Cuenta Corriente (millones de USD)	26,6	-287,3	127,0
Balanza Comercial	1.026,0	581,0	1.051,9
Exportaciones	13.105,2	10.897,8	11.131,3
Importaciones	-12.079,2	-10.316,8	-10.079,4
Servicios	-222,3	-244,0	-222,2
Renta	-1.383,3	-1.296,5	-1.426,2
Transferencia Corriente	606,2	672,2	723,5
Cuenta Corriente / PIB (porcentaje)	0,1	-1,1	0,5

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios han mostrado un crecimiento interanual de 7,2%, mientras que las importaciones presentaron una variación interanual de -3,0%. Con estos resultados, las exportaciones netas verificaron un importante crecimiento interanual de 62,6%. De este modo, la demanda externa neta ha sido el componente de la demanda que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, con 5,7 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia. Por otro lado, la demanda interna incidió con 0,5 puntos porcentuales (contribución de 0,3 p.p. del consumo total y de 0,2 p.p. de la formación bruta de capital).

El dinamismo y la calidad del crecimiento seguirían consolidándose en el tercer trimestre. Los indicadores adelantados de corto plazo continúan mostrando un buen desempeño de las construcciones (privadas y públicas). La producción de energía eléctrica se mantiene en niveles elevados. En la industria, las ramas principales (carnes, bebidas y tabacos, fabricación de productos metálicos y no metálicos) continuarían afianzando su recuperación. En cuanto al comercio, especialmente el fronterizo, el panorama también sigue siendo favorable, teniendo en cuenta, por un lado, las señales de estabilización de la economía brasileña y la apreciación de su moneda. Efectivamente, las importaciones de bienes susceptibles para la reexportación han mejorado sustancialmente en los últimos meses. Por otro lado, los precios más bajos en Paraguay con respecto a las ciudades fronterizas con Argentina, continuarían estimulando el flujo comercial en el lado paraguayo.

Cuenta Corriente

Como resultado de una revisión y actualización de los datos de la Inversión Extranjera Directa para la serie 2008-2015 se han modificado los saldos en los balances de rentas que afecta el saldo en cuenta corriente. Producto de esta actualización para el año 2014 el balance en renta se ajusta a USD 1.383,3 millones y para el año 2015 en USD 1.296,5 millones. Igualmente, las exportaciones totales fueron ajustadas en el año 2015 como consecuencia de una revisión de las cifras de las exportaciones de energía eléctrica. Los nuevos datos dan como resultado para el año 2014 un superávit de USD 26,6 millones (0,1% del PIB) y para el año 2015 un déficit en cuenta corriente de USD 287,3 millones (1,1% del PIB) (tabla III.3).

Tabla III.4

Finanzas públicas – Administración Central

En miles de millones de Guaraníes

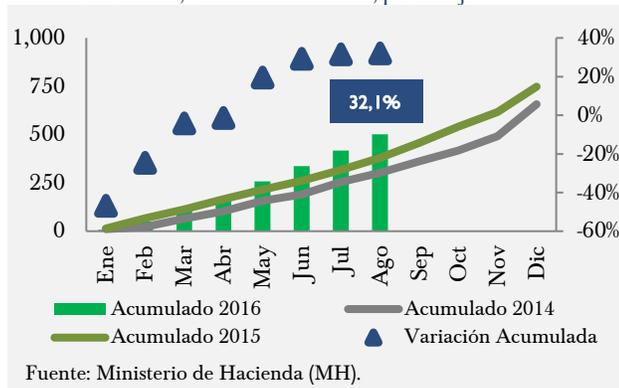
	Agosto 2015	Agosto 2016	Variación (%)
Ingreso total recaudado	16.817	18.074	7,5%
Ingresos tributarios	11.827	12.596	6,5%
Otros ingresos	4.990	5.478	9,8%
Gasto total obligado	16.028	16.479	2,8%
Remuneración a los empleados	8.035	8.095	0,7%
Uso de bienes y Servicios	1.440	1.529	6,2%
Prestaciones Sociales	2.443	2.517	3,0%
Otros Gastos	477	523	9,7%
Adquisición Neta de Activos No Financieros	1.903	2.513	32,1%
Balance Operativo	788	1.595	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	-1.114	-918	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.9

Inversión física de la Administración Central

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Para el año 2016, las estimaciones del saldo en cuenta corriente fueron revisadas positivamente, tomando en consideración el comportamiento al tercer trimestre del comercio exterior, donde las exportaciones mostraron un mejor desempeño, influenciado por la evolución positiva de los principales productos (soja y derivados, cereales, carne y energía eléctrica), con mayores volúmenes y mejores precios. Así también fueron corregidas las estimaciones de los productos de reexportación motivadas por un mayor nivel de importaciones bajo el régimen de turismo en línea con la mejora de las perspectivas de la economía brasileña, así como una apreciación de su moneda respecto al dólar.

Por el lado de las importaciones, se mantienen las expectativas de una disminución del orden del 2,3% para el cierre del año, similar a la ya estimada en el IPoM anterior, este comportamiento se sustenta en la recuperación general que se viene observando en los últimos meses, con tasas acumuladas menos negativas a las verificadas a comienzos de año, el crecimiento experimentado por las importaciones bajo el régimen de turismo es el que presenta mayor influencia en el comportamiento del último periodo.

Con estos datos, los principales cambios se dan en los componentes de la balanza comercial, cuyo saldo se situó en USD 1.051,9 millones, versus los USD 755 millones estimados en el IPoM anterior.

Finalmente, se ajustaron las estimaciones en los saldos de las balanzas de servicios, renta y transferencias.

Teniendo en cuenta estas revisiones, la estimación actual del saldo en cuenta corriente para el año 2016 se ubica con un superávit de USD 127 millones (0,5% del PIB), superior al previsto en junio (-0,8% del PIB).

Finanzas públicas

Con respecto al último IPoM, se sigue observando un incremento en los ingresos en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica. Asimismo, continúa la mejora en la composición del gasto.

El ingreso total recaudado a agosto ascendió a 18,1 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 7,5%. La mayor parte de este aumento está explicado por el

Gráfico III. 10
Indicadores de inflación

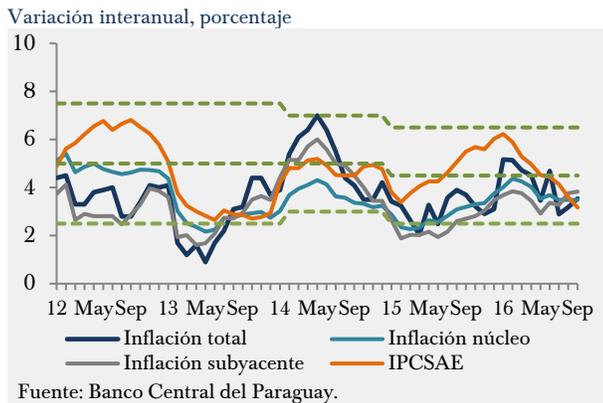


Gráfico III.11
Inflación mensual

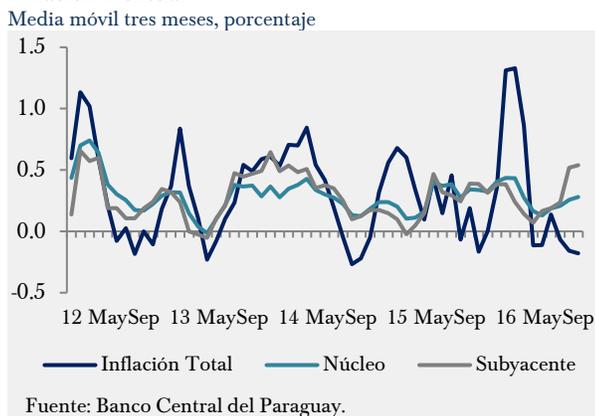
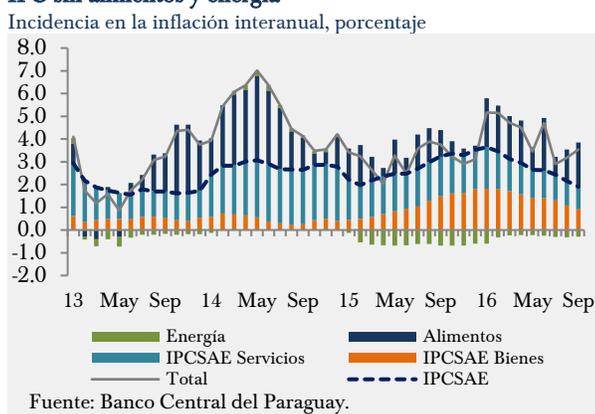


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía



crecimiento de los ingresos tributarios que contribuyeron en 4,6 puntos porcentuales.

Los ingresos tributarios representan el 64% del ingreso total. Al mes de agosto crecieron 6,5% con respecto al mismo periodo del año anterior. Esta cifra es superior al 5,9% observado en el IPoM de junio y también al registrado en agosto 2015 (5,4%).

Por su parte, el gasto total obligado a agosto totalizó 16,5 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 2,8% respecto al acumulado a agosto de 2015. Éste crecimiento es inferior al registrado en el último IPoM (7,6%) y también al crecimiento de 14,6% observado en agosto de 2015.

En cuanto a la composición del gasto se continúa verificando una mejora en la calidad respecto al año anterior. El gasto en remuneración a empleados creció 0,7% a agosto, muy por debajo del promedio observado en los últimos 10 años (14,3%). La Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión en infraestructuras registró un crecimiento acumulado de 32,1% a agosto (19,5% en el informe anterior) (gráfico III.9).

Finalmente, el déficit fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central fue 918 mil millones de guaraníes a agosto (0,6% del PIB). Este resultado anualizado equivale al 1,5% del PIB lo cual está en línea con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Evolución de los precios

Desde el último informe, la trayectoria de la inflación total ha seguido moderándose, promediando una tasa interanual de 3,2% en el tercer trimestre, por debajo de la observada en el trimestre anterior (4,2%). Este comportamiento se explicó fundamentalmente por la reducción de precios de algunos alimentos y de los bienes duraderos de la canasta, éstos últimos influenciados por la apreciación del tipo de cambio.

La inflación núcleo interanual también se moderó en el tercer trimestre. La misma promedió una tasa de 3,5% en el periodo mencionado, por debajo del 3,8% del segundo trimestre. Por su parte, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 3,6% y 4,8%, por encima de las registradas en

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

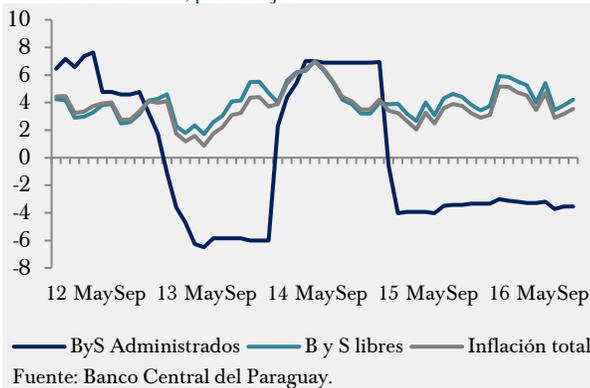


Gráfico III.14
Inflación de bienes transables y no transables
Variación interanual, porcentaje

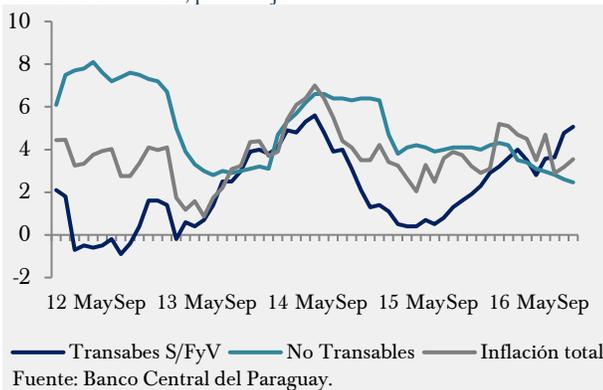
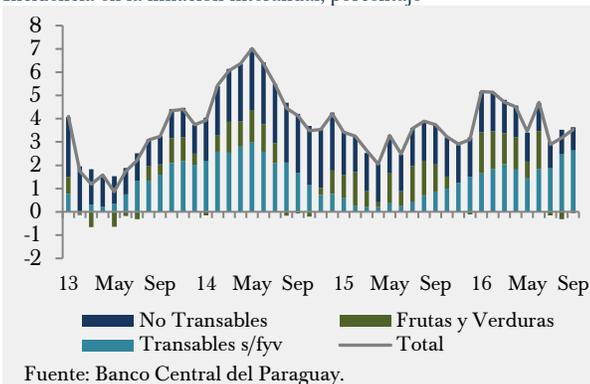


Gráfico III.15
Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



el segundo trimestre del año 2016 (3,2%, 4,2%, respectivamente) (gráfico III.10). Este incremento en las medidas subyacentes se debe fundamentalmente al incremento del precio de la carne vacuna, explicado en gran medida por factores de oferta (periodo de vacunación).

Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió en el tercer trimestre una tasa de -0,2%, por debajo de la observada entre abril y junio (0,1%), y también menor a la registrada en el primer trimestre (0,9%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre julio y setiembre, tasas mensuales de 0,3% y 0,5%, respectivamente, en tanto las verificadas entre abril y junio de 2016 fueron de 0,2% y 0,2%, respectivamente (gráfico III.11).

Por su parte, en el tercer trimestre, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual de 3,6%, menor al promedio registrado en el último IPoM (4,6%). Esta trayectoria está explicada por la disminución en el IPCSAE bienes que en el tercer trimestre registró una variación interanual de 3,9%, menor al 6,1% registrado en el trimestre anterior. En ese sentido, se destaca la disminución de precios de bienes principalmente de origen importado, cuyo comportamiento está estrechamente relacionado con la evolución del tipo de cambio (gráfico III.12).

En la agrupación de alimentos se destaca la reducción de precios de algunos productos cuyos precios son más volátiles (frutihortícolas). No obstante, se observaron incrementos de precios en otros segmentos alimenticios (cereales y derivados, carnes, productos lácteos y azúcar). Asimismo, se verificaron incrementos en los precios de los productos de limpieza para el hogar, debido en parte, a la mayor demanda de estos productos por el cierre de los diferenciales de precios, principalmente en las zonas fronterizas con Argentina y Brasil.

Por otra parte, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -3,6%, inferior a la observada en el segundo trimestre (-3,3%). En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,8% (4,9% en el segundo trimestre del 2016) (gráfico III.13).

En cuanto a los bienes no transables, se destacan los incrementos de precios en alquileres, servicio doméstico,

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

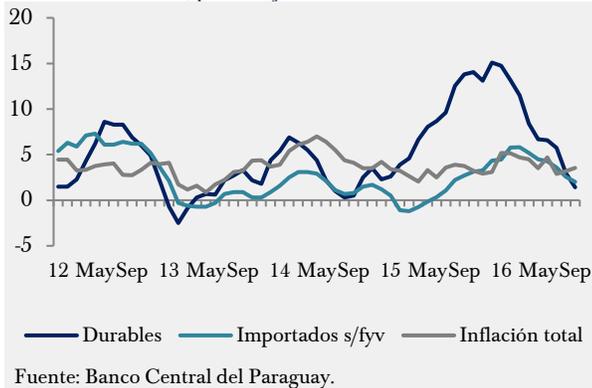


Gráfico III.17
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,375)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

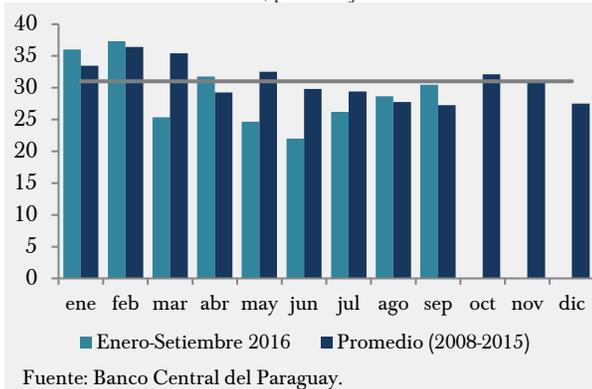


Gráfico III.18
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



gastos de salud, servicio de telefonía línea fija y móvil, entre otros (gráfico III.14) (gráfico III.15).

Con relación a los bienes duraderos, en el tercer trimestre mostraron una disminución en sus precios, especialmente aquellos de origen importado, influenciados por la apreciación de la moneda local respecto al dólar norteamericano (gráfico III.16).

Asimismo, los precios de los bienes derivados del petróleo registraron una leve disminución en el tercer trimestre, específicamente de las naftas (común y súper).

En el tercer trimestre, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,375% (i.e. 4,5% anual) promedió 28,4% superior al promedio observado en el trimestre anterior (26,1%), y también por encima del promedio histórico (27,3%) (gráfico III.17).

Con relación a la evolución del Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), ha mostrado un aumento del 2% interanual al mes de agosto de 2016 mayor al 0,4% observado en junio del corriente. Este comportamiento se explica principalmente por el incremento de los precios internacionales del arroz, del aceite y del azúcar. No obstante, en el margen, el índice ha mostrado una reducción de 1,5% (gráfico III.18).

De acuerdo a los resultados de la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de setiembre, las expectativas de inflación de los agentes económicos siguen ancladas a la meta de 4,5% para el horizonte relevante de política monetaria (18 a 24 meses).

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

La economía global sigue mostrando un crecimiento moderado y con riesgos predominantes a la baja. Las perspectivas de crecimiento mundial para 2016 se mantienen en 2,4%, mientras que para el 2017 se han ubicado en 2,7%, levemente por debajo de la reportada en el IPoM de junio (2,8%).

Para Estados Unidos se proyecta un menor dinamismo para 2016 y 2017, con una variación anual del PIB de 1,5% y 2,2%, respectivamente (2,0% y 2,4% en el informe anterior). En cambio, las perspectivas para la Eurozona muestran un crecimiento anual de 1,6% en el 2016, mayor al 1,5% proyectado en junio, para el 2017 se prevé un crecimiento de 1,4% muy por debajo del 1,6% del informe anterior.

Las estimaciones para China han mejorado para el 2016, presentando una variación anual de 6,6% (6,5% en el informe anterior), para el 2017 las previsiones de crecimiento se mantienen en 6,3% anual.

Con respecto a las economías de la región, Brasil presenta mejoras en sus proyecciones de crecimiento con respecto al informe anterior. Se espera una variación anual de -3,3% para 2016 y 0,8% para 2017, los datos anteriores mostraban tasas de -3,7% y 0,5% respectivamente. En el caso de Argentina, la estimación de 2016 asciende a -1,5% (el dato del IPoM anterior fue -0,9%) y la proyección del 2017 se mantiene en el mismo nivel de 3,0%. Así, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios comerciales y de los socios Mercosur se revisaron al alza en el 2016 y el 2017 en relación al IPoM anterior (tabla IV.1).

Respecto a las proyecciones de inflación, en Estados Unidos se prevé una inflación menor según lo estimado en el IPoM anterior. Así, se estima una inflación de 1,2% para 2016 y 2,2% para 2017, una décima inferior a la proyección del informe anterior de 1,3% y 2,3% para 2016 y 2017, respectivamente. Por otro lado, en la Eurozona las proyecciones de inflación para el presente año y el 2017 se mantienen en 0,2% y 1,3%, como el informe anterior.

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

(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 octubre de 2016.

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

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	5,2	3,2	0,8
Agricultura	6,5	2,5	0,5
Ganadería	0,2	5,0	0,3
Otros Primarios	7,1	7,0	0,1
Sector Secundario	2,4	9,1	2,3
Manufactura	3,1	4,0	0,4
Construcción	2,5	18,0	0,7
Electricidad y Agua	1,6	11,1	1,2
Sector Terciario	2,4	1,6	0,7
Gobierno General	4,3	-2,0	-0,2
Comercio	-0,8	1,9	0,3
Comunicaciones	0,8	-0,9	0,0
Otros Servicios ³	4,8	3,8	0,6
Impuestos	0,5	3,5	0,2
PIB a precios de mercado	3,0	4,0	4,0
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,3	3,3	

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

En la región, se espera que Brasil presente una tasa de inflación de 7,25% a fines de 2016, mayor a la tasa de 7,1% del informe anterior. En cambio para el 2017, la inflación se ubicaría en 5,07%, menor al 5,4% presentado en junio. Las proyecciones para Argentina muestran que la inflación se ubicaría en 39,6% y 20,5%, respectivamente.

En relación a los bonos del tesoro de Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a tres meses se ubicaría en 0,5% y 1,2% para el cuarto trimestre de 2016 y 2017, respectivamente. Estos rendimientos se encuentran muy por debajo de los datos estimados publicados en el IPoM de junio. Las expectativas en el rendimiento de estos instrumentos a corto plazo están en línea con las probabilidades de ajustes de la tasa referencial de la Fed hasta diciembre de 2016.

En el contexto doméstico, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica, en el escenario base, la estimación del crecimiento del PIB para el 2016 fue revisada nuevamente al alza, en este caso, de 3,5% a 4%. Asimismo, la mejora en la diversificación se ha reflejado en los ajustes sectoriales. En el sector secundario, las previsiones para construcciones, producción de energía eléctrica e industria manufacturera fueron corregidas positivamente. Por su parte, en el sector terciario, si bien el comercio fue revisado alza, en su conjunto, el crecimiento del sector verificó un ajuste a la baja, principalmente explicado por una caída en los servicios gubernamentales (tabla IV.2). Por el lado del gasto, la corrección al alza en la demanda externa explica en gran parte el cambio en la revisión del producto, teniendo en cuenta que las estimaciones de consumo público y privado fueron ajustadas a la baja (tabla IV.3). Conforme a los indicadores de corto plazo, las perspectivas para lo que resta del año siguen siendo favorables para la actividad económica.

Por el lado de los precios, en el escenario base, la inflación proyectada se ubica en torno al 3,3% para el cierre del año, por debajo de la señalada en junio (tabla IV.4). El ajuste a la baja se explica, por una parte, por la reducción de algunos precios volátiles de la canasta, mayor a la prevista inicialmente, lo cual condiciona la proyección de la inflación a un nivel más bajo. Además, el tipo de cambio ha

³ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

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

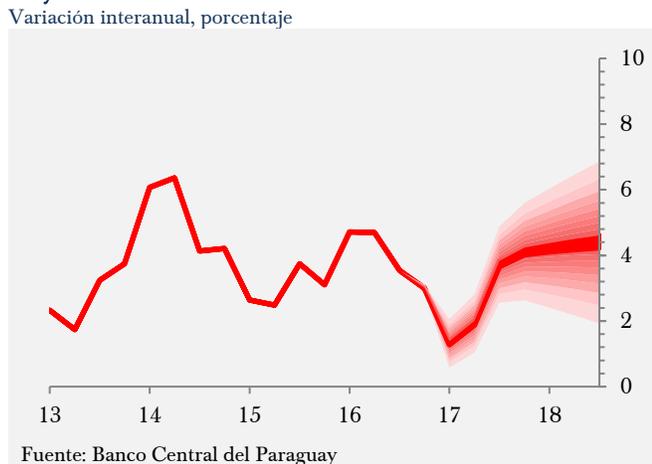
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



seguido apreciándose en los últimos meses, por lo que la expectativa del mismo implica menores presiones inflacionarias en el corto plazo. No obstante, se mantiene la incertidumbre respecto del ajuste de tasas por parte de la Fed y su potencial efecto en el tipo de cambio. Por su parte, la inflación subyacente cerraría en torno al 3,5%, por encima de lo proyectado en el informe previo. Este comportamiento se debe en gran medida, al incremento reciente de precios de algunos productos puntuales del rubro alimenticio, afectados por factores de oferta. Este cambio en precios relativos se espera se revierta en el corto plazo. A partir del 2017, las distintas medidas de inflación se ubicarán por encima del 4%, ubicándose en valores cercanos a la meta, en particular en la segunda parte del próximo año, convergiendo de manera gradual al 4,5% en el horizonte relevante de proyección, en este caso el tercer trimestre de 2018 (gráficos IV.1 y IV.2).

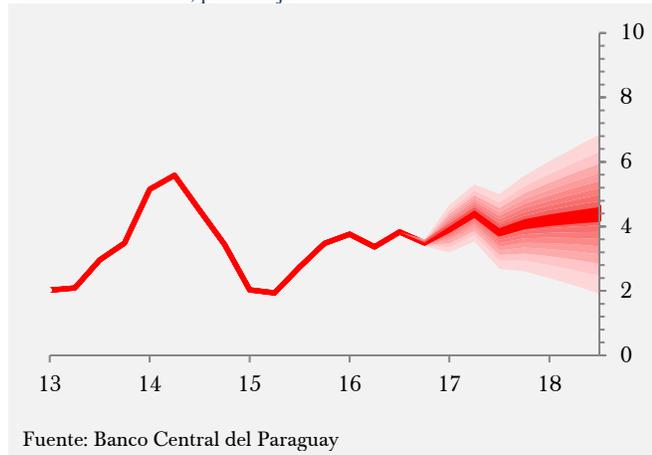
Escenarios de Riesgos

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

En el ámbito internacional, si bien la Fed mantuvo nuevamente la tasa de interés en sus reuniones de julio y setiembre, las probabilidades más elevadas de un eventual ajuste en el corto plazo se concentran para la reunión de diciembre, aunque seguirá estando en función de la fortaleza de la actividad económica y del mercado laboral. Un aumento de tasas llevaría a un incremento del costo de fondeo externo para las economías emergentes, como así también podría generar presiones sobre las monedas de la región, y en particular, sobre el guaraní. Por otro lado, la incertidumbre que representa el proceso del *Brexit* sigue siendo un factor de riesgo a la baja para la economía global. Los efectos sobre Paraguay serían más bien de manera indirecta, teniendo en cuenta que las relaciones comerciales y/o financieras con el Reino Unido son limitadas.

Los riesgos de corto plazo provenientes de la economía China se han moderado, dada la mayor estabilidad de su crecimiento, impulsada en gran medida por las políticas de estímulo implementadas por el gobierno. Sin embargo, existen algunos factores de riesgo, como la sostenibilidad

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



de estas medidas y el funcionamiento del sistema financiero e inmobiliario.

En el ámbito regional, los indicadores de confianza y las perspectivas de crecimiento de Brasil han mejorado en los últimos meses. Este contexto, conjuntamente con la importante apreciación de su moneda representa un factor de riesgo al alza para la actividad económica local, por el efecto que podría tener sobre el comercio bilateral, principalmente el fronterizo. De hecho, las reexportaciones han comenzado a mejorar sustancialmente en meses recientes. No obstante, respecto de la economía brasileña, aún persisten desafíos que el gobierno debe enfrentar, tales como el desempleo, la elevada inflación y las reformas en el plano fiscal. La recuperación de la actividad dependerá en gran medida de que se siga fortaleciendo la confianza y se reduzca la incertidumbre interna y las tensiones políticas que podrían afectar la capacidad del gobierno para la implementación exitosa de las reformas previstas.

En el plano doméstico, las presiones provenientes del sector externo sobre el tipo de cambio nominal se redujeron, tras las sucesivas postergaciones del ajuste de la tasa Fed. No obstante, alguna presión sobre las monedas podría ir verificándose si el mercado laboral y la actividad siguen fortaleciéndose en Estados Unidos. Adicionalmente, la inflación externa relevante para nuestro país es otro factor de riesgo que debe ser considerado. Las medidas que el nuevo gobierno argentino ha adoptado llevaron a un alza de los precios, generando importantes incentivos para el comercio en las zonas fronterizas con Argentina, principalmente en Encarnación. Esta mayor demanda podría tener un impacto positivo en la actividad pero también podría ejercer alguna presión en los precios de determinados productos locales.

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

Recuadro I: Análisis de la evolución reciente del crédito en Paraguay

Introducción

Los créditos bancarios otorgados al sector privado han mantenido un buen dinamismo en la última década. Sin embargo, en el periodo reciente han moderado su ritmo de expansión, tanto los denominados en moneda local como en moneda extranjera.

Este apartado tiene como objetivo presentar un análisis respecto del comportamiento de los créditos en los últimos meses. En primer lugar, se presenta una descripción del comportamiento histórico de los créditos y posteriormente, el análisis se enfoca más en explicar las potenciales causas de la desaceleración observada desde finales del 2015.

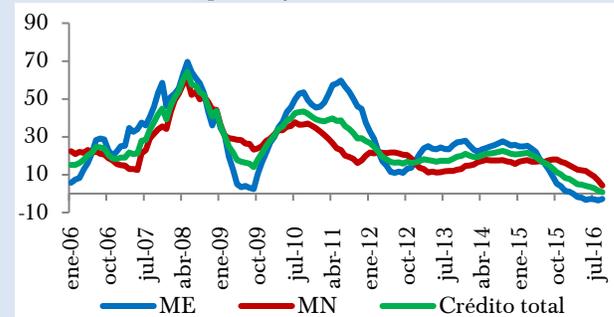
Evolución del crédito

Los créditos han experimentado una rápida expansión en los últimos diez años, aunque con oscilaciones importantes a lo largo del periodo considerado (gráfico I). Esta dinámica también se vio reflejada en el aumento de la profundización financiera cuyo indicador (crédito/PIB) pasó de 11,6% en el año 2006 a 46,4% en el año 2015. Así, a partir de fines del año 2006, se observa un rápido crecimiento del crédito en moneda extranjera, influenciado en parte, por los altos precios internacionales de los productos agrícolas relevantes en la canasta de exportaciones de Paraguay. Esta expectativa de mayores ingresos por exportación permitió una mayor demanda de créditos del sector agrícola destinados a la inversión. Sin embargo, desde principios del 2015, el crédito en moneda extranjera se ha desacelerado e incluso ha verificado caídas en el período más reciente. Por su parte, los créditos en moneda local también han mostrado una expansión importante en los últimos años cubriendo principalmente las necesidades de financiamiento de las familias. No obstante, a partir del tercer trimestre del 2015, los mismos también se han desacelerado.

Gráfico I

Evolución del crédito

Variación interanual, porcentaje



Nota: ME: moneda extranjera. MN: moneda nacional.
Fuente: BCP.

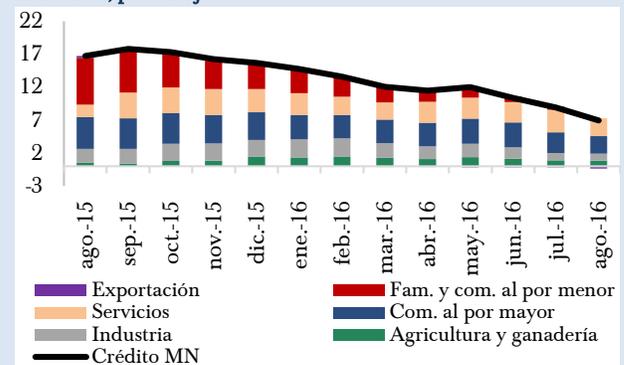
Crédito en moneda local

Luego de mantener un crecimiento promedio en torno al 18,0% en los últimos cinco años, los créditos en moneda local han moderado su ritmo de expansión, ubicándose en 11,5% al mes de agosto de 2016. Uno de los principales factores que explicó este comportamiento fue la desaceleración de los créditos al sector familia⁴ y comercio al por menor⁵ (gráfico II).

Gráfico II

Evolución del crédito en moneda local

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

El comportamiento de los créditos para estos sectores se encuentra en línea con la moderación que ha mostrado el consumo en los últimos trimestres. A su vez, esto fue reflejo del debilitamiento de algunos sectores de la

⁴ Incluye créditos para consumo (principalmente), para vivienda, compra de terrenos, compra de vehículos y préstamos para financiar estudios superiores.

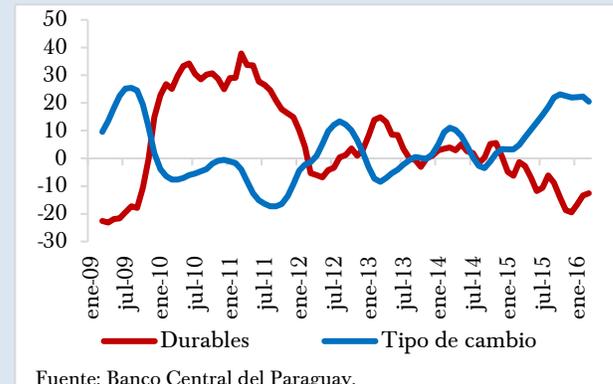
⁵ Incluye créditos a almacenes, supermercados, tiendas y comercios de vestidos y calzados, comercio de artículos de hogar y mueblería, entre otros.

economía que son las principales fuentes de empleo e ingreso de la población, como el sector terciario (comercio) y secundario (industria). Además, la reducción de precios de los *commodities* afectó negativamente los términos de intercambio, principalmente desde el año 2015. Este deterioro, al ser percibido como un comportamiento persistente, explicaría también el menor dinamismo del consumo, principalmente a través del efecto ingreso de la caída de los términos de intercambio. Es preciso señalar que el PIB que excluye la producción agrícola y de las binacionales registró caídas en el último trimestre del 2015 (-0,9%) y el primer trimestre del 2016 (-0,6%). Asimismo, el empleo se ha ido desacelerando en este periodo⁶.

Además, la depreciación significativa del tipo de cambio al encarecer los créditos en moneda extranjera fue otro elemento que contribuyó a la moderación del consumo principalmente de bienes durables de origen importado, como los registrados en vehículos y electrodomésticos, entre otros (gráfico III). Otro factor que también puede explicar la menor dinámica del consumo fue la implementación de la ley N° 5476/2015⁷ que estableció un límite para las tasas de interés de tarjetas de crédito, medida que disminuyó significativamente las compras con tarjetas de crédito, anteriormente estimulados por promociones de compra con descuentos y el financiamiento en cuotas sin intereses por parte de los bancos⁸.

Gráfico III

Venta de bienes durables y tipo de cambio
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Crédito en moneda extranjera

La evolución de los créditos en moneda extranjera ha estado muy ligada al comportamiento de los créditos destinados al sector agrícola⁹. En este sector, se destaca especialmente la soja, cuya producción se ha incrementado significativamente desde mediados de los 2000, impulsada por precios históricamente altos. Esto habría impulsado a los productores agrícolas a aumentar la demanda por créditos para financiar su producción ante expectativas de mayores ingresos. Dado este escenario, la inversión en el sector agrícola y, por ende, las necesidades de financiamiento, fluctuaban más bien de acuerdo a las condiciones climáticas reinantes durante las diferentes campañas agrícolas (gráfico IV).

⁶ De acuerdo a datos de la Encuesta Continua de Empleo de la DGEEC, el empleo se desaceleró desde un 6,2% interanual en el segundo trimestre del 2015 hasta observarse una caída de 0,3% en el segundo trimestre del 2016.

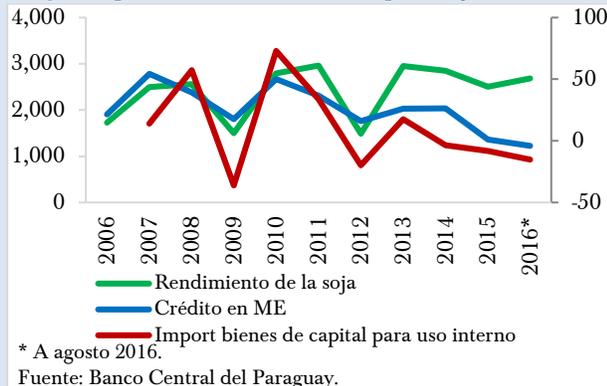
⁷ Ley N° 5.476 de agosto de 2015 "Que establece normas de transparencia y defensa al usuario en la utilización de tarjetas de crédito y débito".

⁸ Desde la implementación de la ley (26 de setiembre 2015) hasta agosto de 2016, el saldo de los préstamos con tarjetas de crédito se ha reducido en aproximadamente 10%.

⁹ Los créditos a la agricultura representaron aproximadamente el 45% del total de créditos en moneda extranjera en el 2016.

Gráfico IV

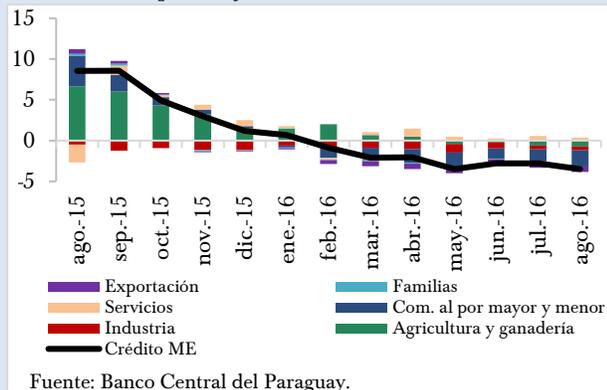
Rendimiento, créditos en ME e importaciones
Kilogramos por hectárea; Variación anual, porcentaje



No obstante, cuando los precios de los *commodities* comenzaron a desacelerarse con persistencia, este comportamiento fue clave para las decisiones de inversión en el sector agrícola. De esta manera, a pesar de que el sector no experimentó periodos de sequías en los últimos años, las importaciones de bienes de capital se han reducido, como así también las necesidades de financiamiento considerando el fin del súper ciclo de los *commodities* y de los *vientos de cola*. Así, los créditos en moneda extranjera, luego de crecer a una tasa por encima del 25% en el primer trimestre del 2015, fueron desacelerándose en los siguientes meses, registrando una caída a partir de inicios del 2016 (gráfico V).

Gráfico V

Créditos en ME
Variación anual, porcentaje

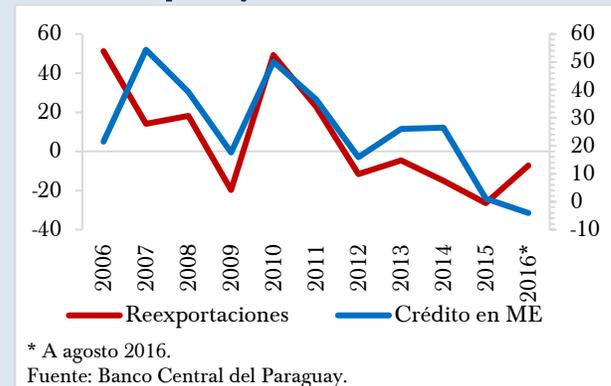


Los créditos al complejo sojero han mostrado una desaceleración importante explicando en gran medida el comportamiento de los préstamos en moneda extranjera. En el primer semestre del 2015, las variaciones interanuales del crédito a dicho sector aumentaron en torno al 17,2%, para fines de ese año, la tasa se ubicó en 8,8%, mientras que en el primer semestre del 2016 se situó en -1,0%.

Asimismo, los créditos al por mayor¹⁰ y al por menor mostraron un debilitamiento que también influyó en la evolución de los créditos en moneda extranjera. En línea con lo anterior, es importante mencionar la importante reducción del comercio en las zonas fronterizas, que fundamentalmente se basa en la venta de productos importados. En el 2015, las reexportaciones registraron una caída de 26,5%, USD 900 millones por debajo de lo observado en el 2014 (gráfico VI). Recientemente se ha observado una mejora en el comercio fronterizo en línea con las mejores perspectivas de la economía brasileña, que en alguna medida podría contribuir a la recuperación de los créditos en moneda extranjera en los próximos meses.

Gráfico VI

Créditos en ME y reexportaciones
Variación anual, porcentaje

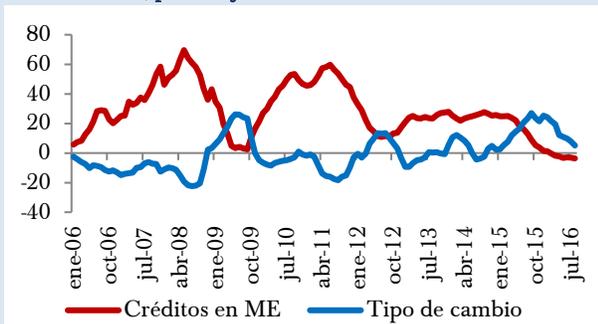


Además, es conveniente señalar que el costo del crédito también se incrementó. La tasa de interés promedio en moneda extranjera aumentó de 8,2% en enero de 2015 a 9,5% en julio de 2016. Otro factor fue la depreciación del tipo de cambio, que en alguna medida también

¹⁰ Incluye créditos a sectores destinados a la comercialización de productos agrícolas, pecuarios, combustibles, importación y comercialización de automóviles, de maquinarias agrícolas, entre otros. Pesa aproximadamente 18% del total de créditos en moneda extranjera.

pudo haber influido en el menor dinamismo de los créditos en moneda extranjera dada la percepción por parte de los agentes económicos de un riesgo cambiario, principalmente por parte de aquellos que reciben ingresos en moneda local (gráfico VII).

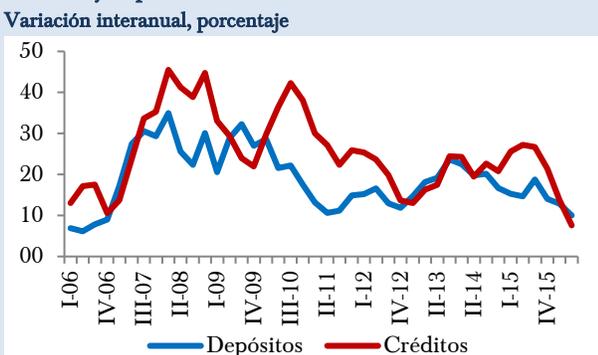
Gráfico VII
Créditos en ME y tipo de cambio
Variación anual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Además de los factores de demanda, los de oferta que inciden en las decisiones de los bancos al momento de otorgar créditos también pudieron haber contribuido, en parte, al debilitamiento del crecimiento de los créditos. El menor dinamismo de los depósitos observado desde 2015 también es un factor a considerar. En promedio entre los años 2006 y 2015 los depósitos aumentaron 19,2% en tanto que entre enero 2015 y agosto 2016, éstos crecieron 14,3% en promedio. Los depósitos constituyen la fuente de fondeo principal para la concesión de préstamos de los bancos.

Gráfico VIII
Créditos y depósitos
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Consideraciones finales

El ritmo de crecimiento de los créditos se ha moderado en los últimos meses, tanto de los denominados en moneda local como en moneda extranjera.

La depreciación significativa del tipo de cambio, la aprobación de la ley que redujo la tasa de interés máxima de los préstamos con tarjetas de crédito pero que excluyó a algunos consumidores más riesgosos del uso de este instrumento, la caída de los términos de intercambio son algunos de los potenciales factores que explican la desaceleración de los créditos en moneda local. No obstante, en el segundo trimestre del 2016 se ha comenzado a observar la recuperación de algunos sectores que son más intensivos en el empleo de mano de obra, por lo que se podría ir observando alguna recuperación del crédito en los próximos meses. Las expectativas de los agentes respecto a la senda de su ingreso futuro seguirán siendo determinantes para impulsar el consumo y, por ende, los créditos en moneda nacional.

En cuanto a los créditos en moneda extranjera, la depreciación del tipo de cambio, la importante reducción de los precios de *commodities* (soja principalmente) afectó la dinámica de las inversiones del sector agrícola y, por ende, la de los créditos en moneda extranjera. Asimismo, la caída del comercio fronterizo es uno de los factores que ante menores ingresos pudo también haber afectado la demanda por créditos. Recientemente, se ha observado una recuperación importante de las importaciones de productos para la reexportación, dadas las mejores expectativas respecto de la economía brasileña y la apreciación del real respecto del dólar.

Recuadro II: Evolución de la Inversión Extranjera Directa en el periodo 2008-2015

Introducción

La Inversión Extranjera Directa (IED) es una fuente importante de financiamiento privado externo para los países, sobre todo los que están en desarrollo. Este tipo de financiamiento depende en gran medida de las expectativas a largo plazo que tengan los inversionistas de obtener utilidades con la producción que realizan en el país receptor de la IED.

La IED puede influir en el crecimiento y el desarrollo de los países. Aumenta los recursos disponibles para la formación de capital, permite además transferir tecnología de producción, capacidad técnica y de innovación así como buenas prácticas institucionales entre distintas ramas de actividad económica. Así también, facilita la conexión internacional de comercialización sobre todo de las empresas transnacionales. La IED también promueve la productividad y la competencia, pues el conocimiento y la competencia de las empresas extranjeras se propagan hacia las empresas locales.

En el caso de Paraguay, a partir de mediados de la década anterior se inicia una serie de medidas de política económica que contribuyeron a generar un ambiente más previsible para las inversiones, tanto para las locales como para las extranjeras.¹¹

En ese contexto, este recuadro tiene el objetivo de analizar la evolución de la IED en los últimos años, describiendo la composición de la misma y los sectores en los que se ha concentrado este tipo de inversiones.

Flujo neto de IED

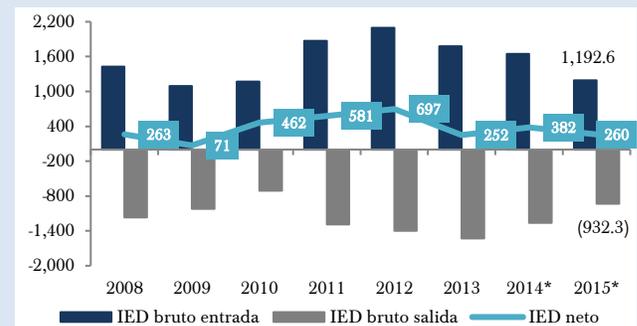
El flujo neto¹² de IED en el año 2015 registró una cifra preliminar de USD 260,3 millones, que resulta de flujos brutos de entrada de IED por USD 1.192,6 millones, principalmente por aportes de capital y préstamos netos

de la matriz, de los que se deducen los flujos brutos de salida de IED por USD 932,3 millones, mayormente por colocaciones de activos en el exterior y remesas de utilidades (gráfico I). El resultado neto del 2015 se sitúa levemente por debajo de los USD 382,1 millones, registrado en el año 2014.

Gráfico I

Flujos brutos de entrada y salida de IED

Millones de dólares



* Cifras preliminares

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Cabe hacer mención, que los elevados flujos netos de IED desde USD 462,0 millones en 2010 hasta USD 697,1 millones en 2012 se explican significativamente por los elevados aportes netos de capital, las elevadas ganancias registradas por las empresas en esos ejercicios y el desembolso de préstamos desde las matrices que compensaron las crecientes remesas de utilidades. En el año 2013, si bien las ganancias del ejercicio se habían incrementado, los aportes netos de capital habían sido menores y las empresas empezaron a amortizar los desembolsos recibidos en ejercicios anteriores, lo que sumado a una mayor remesa de utilidades redujo significativamente el flujo neto de IED, cerrando en USD 252,2 millones (gráfico II).

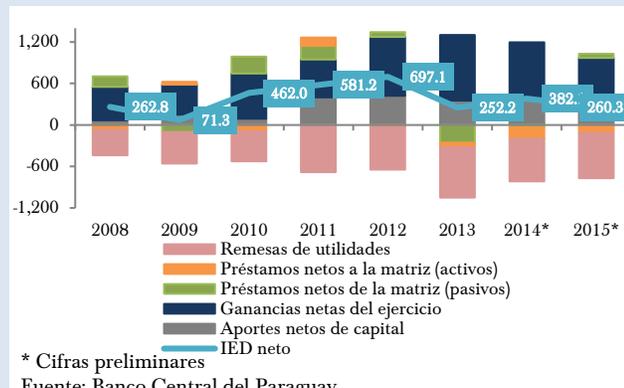
¹¹ En 2004, se aprobó la Ley 2421/04, de Reordenamiento Administrativo y Adecuación Fiscal con el fin de incrementar la formalización de la economía, especialmente en las empresas de mayor tamaño. Ese mismo año, el BCP inició un cambio en su política monetaria, con el inicio de la etapa experimental del esquema de metas de inflación. La adopción de este esquema ha logrado mejorar la previsibilidad y anclar las expectativas de los agentes económicos sobre los niveles de precios.

¹² El flujo neto de IED, es el resultado de descontar de las entradas brutas de IED las pérdidas declaradas por las empresas, la remesas de utilidades y el pago de servicio de la deuda (capital más intereses) con la casa matriz o empresas relacionadas.

Gráfico II

Flujos netos de IED por tipo de flujos

Millones de dólares



Flujos de IED por componentes

En la Balanza de Pagos se registra el flujo de IED desagregado de la siguiente manera: capitalizaciones, utilidades reinvertidas (resultados de deducir las utilidades remesadas de las utilidades devengadas en el ejercicio) y los préstamos netos de IED (tabla I).

Tabla I

Flujos netos de IED por componentes

Millones de dólares

	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Capital	151,5	93,2	399,4	421,3	354,6	385,9	276,8
Utilidades reinvertidas	-22,6	220,3	-134,1	236,2	222,4	192,7	40,6
Préstamos de IED	-57,6	148,5	315,9	39,6	-324,9	-196,6	-57,1
IED neto	71,3	462,0	581,2	697,1	252,2	382,1	260,3

* Cifras preliminares

Fuente: Banco Central del Paraguay.

En 2015, la capitalización alcanzó USD 276,8 millones, levemente inferior al resultado del año 2014. Cabe mencionar, que este componente se ha mantenido como el más estable desde el año 2011. Las utilidades reinvertidas resultaron en USD 40,6 millones, también por debajo de los valores registrados en años anteriores, que se explican por el incremento en las utilidades remesadas. Los préstamos netos arrojaron un resultado negativo en 2015, dado que las empresas del país realizaron préstamos a sus matrices del exterior, que no pudieron ser compensados totalmente por préstamos recibidos por empresas de IED en el país.

Flujos de IED por sector económico

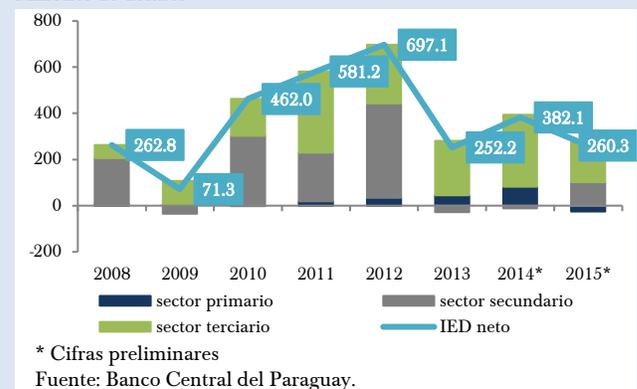
En el año 2015, el sector terciario registró un flujo positivo por USD 183,6 millones y el sector secundario USD 101,3 millones, mientras que el sector primario registró un flujo negativo por USD 24,6 millones. Analizando los datos del 2014, se constata que el sector terciario había registrado flujos por USD 310,8 millones, el sector primario por USD 82,6 millones, a diferencia del sector secundario que experimentó un flujo negativo de USD 11,4 millones (gráfico III).

En el 2015, a pesar de registrar un incremento en los flujos netos en comercio y transportes, el sector terciario recibió un menor flujo neto de IED dada la reducción en intermediación financiera y los flujos negativos de IED en comunicaciones. El pasado año, las actividades más representativas del sector secundario registraron flujos netos de IED positivos: producción de carne y elaboración de aceites, resultado que difiere del 2014, en que elaboración de aceites registró una salida neta de IED.

Gráfico III

Flujos netos de IED por sector económico

Millones de dólares



Flujos de IED por país de residencia del inversionista

En el 2015, tres países se destacaron por sus elevados flujos de IED positivos: Estados Unidos, Brasil y Panamá. Al respecto, Estados Unidos registró un flujo de USD 103,8 millones, seguido de cerca por Brasil, con USD 101,1 millones y, en menor medida, Panamá, con USD 77,2 millones. En el mismo periodo, Luxemburgo registró el mayor flujo negativo, con USD -50,4 millones, seguido por Argentina, con USD -45,6 millones y Japón, con USD -45,3 millones.

El comportamiento registrado anteriormente, difiere al del año 2014 en el que Brasil obtuvo el mayor flujo

positivo por USD 170,2 millones, seguido de Holanda, con USD 71,1 millones y Estados Unidos, con USD 62,2 millones. Por el contrario, Suiza, con USD -23,3 millones y Alemania, con USD -20,3 millones registraron los flujos netos más negativos en 2014.

Análisis de los saldos de IED

Los saldos de IED¹³ en el año 2015 alcanzaron un valor de USD 4.410,9 millones, inferior a los saldos obtenidos en el 2014 cuando fueron de USD 5.438,5 millones. Sin embargo, esta disminución se encuentra explicada en gran medida por ajustes en el tipo de cambio, el cual registró una depreciación acumulada de 25,3% en 2015, y, en menor medida, por ajustes en la valoración de activos¹⁴.

Saldos de IED por sector económico

El sector terciario concentra los mayores saldos de IED en Paraguay (tabla II). Se estima que al cierre del 2015 los saldos de este sector representaban el 50,5% del total existente, unos USD 2.227,9 millones. Por su parte, el sector secundario participó con el 43,5% del saldo total que ronda los USD 1.917,1 millones. En menor medida participó el sector primario con un saldo de USD 265,9 millones, que representó aproximadamente un 6,0% del saldo total de IED en el país.

Tabla II

Saldos de IED por sectores económicos

Millones de dólares

	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Primario	135,9	155,4	181,8	249,7	270,0	376,8	265,9
Secundario	1.069,2	1.440,9	1.676,8	2.229,5	2.077,5	2.154,8	1.917,1
Terciario	1.358,4	1.657,8	2.047,2	2.477,2	2.568,3	2.906,9	2.227,9
Saldo total	2.563,5	3.254,0	3.905,8	4.956,3	4.915,8	5.438,5	4.410,9

* Cifras preliminares

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Saldos de IED por residencia del inversionista

En el 2015 se mantiene la tendencia que ha venido presentándose desde periodos anteriores. Estados Unidos posee los mayores saldos de IED en Paraguay, con USD

1.168,7 millones (26,5% del total), seguido de Brasil, con USD 826,6 millones (18,7%), España, con USD 384,3 millones (8,7%), y Holanda, con un saldo de USD 340,3 millones (7,7% del total). En conjunto, estos países representan cerca del 60% de las posiciones de IED en el país.

A pesar de la importancia de Estados Unidos, al analizar el periodo 2008-2015, se observa que la participación de este país en los saldos de IED si bien se incrementa en 2008 desde 38,8% hasta el 43,1% en 2011, posteriormente registró un descenso continuo. Esta menor importancia de EE.UU en términos de IED dio lugar al incremento en la participación de otros países, entre los que se puede citar a Brasil, Holanda, Panamá y Uruguay.

Estados Unidos presenta inversiones en los sectores secundario y terciario, y, en menor medida, en el sector primario. Las actividades con mayores inversiones son: en el sector secundario (elaboración de aceites), con un saldo de USD 817,2 millones, y en el sector terciario (transportes), con un saldo de USD 221,9 millones.

Por su parte, Brasil registra inversiones mayormente en los sectores terciario y secundario y, en menor proporción, en el sector primario. Las actividades con mayores inversiones son: en el sector terciario (intermediación financiera) con un saldo de USD 453,0 millones, y en el sector secundario (producción de carne), con un saldo de USD 186,1 millones.

España registra saldos significativos en el sector terciario, y, en menor proporción, en el sector primario y secundario. Las actividades con mayores saldos de IED están en el sector terciario, entre las que se menciona la intermediación financiera, con USD 155,8 millones y el transporte, con USD 87,7 millones.

Holanda presenta inversiones en el sector terciario y en menor proporción en el sector secundario. Las actividades con mayores inversiones están en el sector terciario, en la que se destaca el comercio con USD 273,3

¹³ Representa la inversión extranjera acumulada a finales de un determinado periodo. Los saldos de inversión directa, además de incorporar las variaciones en los flujos de cada periodo, deben ser ajustados para incorporar cambios en otros factores que no se relacionan a los nuevos flujos, tales como los cambios en la valoración de activos, inconsistencias en datos estadísticos recibidos de las entidades y por variaciones en el tipo de cambio entre cada periodo de reporte.

¹⁴ Los saldos de finales del año 2014 fueron calculados utilizando un tipo de cambio Gs/USD de 4.635,73, mientras que los saldos a finales de 2015 fueron calculados utilizando un tipo de cambio Gs/USD de 5.806,92.

millones, y la intermediación financiera, con USD 86,8 millones.

Notas finales

La IED sigue siendo una fuente importante de financiamiento externo privado de la economía doméstica. Este tipo de inversión difiere de otras corrientes externas de capital privado en cuanto que depende en gran medida de las perspectivas de largo plazo del país receptor y que son evaluadas por los inversionistas en función a obtener utilidades en actividades de producción que controlan directamente.

Así, durante el periodo 2008-2015 el flujo neto de IED representó, en promedio, un financiamiento de USD 371,1 millones anuales. En los años 2010, 2011 y 2012 el flujo neto de IED financió principalmente actividades relacionadas a los agronegocios (industrialización de la soja) y a comunicaciones (ampliación de infraestructura).

Desde el año 2013 en adelante, los flujos netos de IED estuvieron más asociados a actividades industriales no tradicionales que ha posibilitado ampliar la frontera de producción industrial.

El capital asociado a la IED de Paraguay proviene principalmente de inversionistas de Estados Unidos y Brasil. No obstante, en el periodo reciente Paraguay se ha convertido en un nuevo destino de la IED, mencionándose inversionistas de países como Guatemala, Ecuador, El Salvador, entre otros. Igualmente, otros países como Holanda, Panamá y Uruguay han ampliado su posición en la IED del Paraguay.

Si bien, las entidades no financieras aun concentran la mayor proporción de los saldos de IED, en el último periodo se observó un incremento importante en los flujos netos dirigidos al sector financiero.

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Setiembre 2016



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay