



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Setiembre
2017

BCP © Derechos Reservados 2017



Banco Central del Paraguay



Informe de Política Monetaria
Banco Central del Paraguay
Estudios Económicos

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	14
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	24
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	32
Recuadro I	37
Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio	
Recuadro II	40
Evaluación de las medidas de tendencia de la inflación	
Glosario	45

(*) 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 4,0 por ciento, con un rango de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Resumen Ejecutivo

Desde el último IPoM, el dinamismo de la economía global siguió mejorando, impulsado tanto por el desempeño favorable de las principales economías avanzadas como de las emergentes. En Estados Unidos y en la Eurozona, los indicadores de actividad y del mercado laboral continuaron consolidándose. Asimismo, en China, los resultados económicos se han ubicado por encima de lo previsto, lo que a su vez ha llevado a una corrección al alza de las previsiones de crecimiento. En la región, tanto Brasil como Argentina siguen mostrando signos de mejora, aunque persiste cierto grado de incertidumbre en cuanto a la consolidación de esta recuperación económica.

En Estados Unidos, la actividad económica mostró un mayor dinamismo en los últimos meses, con relación al modesto crecimiento observado en el primer trimestre. Al respecto, la expansión del Producto Interno Bruto (PIB) en el segundo trimestre fue impulsado por una aceleración del gasto en consumo personal, un repunte de la inversión privada y del gasto del gobierno federal. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad dan señales de un comportamiento similar en el tercer trimestre del año. En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de interés de fondos federales desde junio, sin embargo, el mercado prevé un nuevo ajuste a finales de año, teniendo en cuenta el aumento de la probabilidad de suba de tasa en el periodo reciente. Asimismo, la Fed ha tomado la decisión de iniciar en los próximos meses la reducción de su hoja de balance.

En cuanto a la Eurozona, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero continuaron evolucionando favorablemente. En el segundo trimestre, el PIB creció a una tasa interanual superior a la registrada en el trimestre previo, mientras que el PMI continuó aumentando en la zona de expansión. Igualmente, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, lo que se reflejó en la tasa de desempleo de agosto (9,1%), que es la más baja desde febrero del 2009. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variaciones las tasas de interés de referencia y continuó con la compra de activos, en un monto similar a lo señalado en el IPoM anterior.

En China, los indicadores de actividad económica en el segundo trimestre se expandieron por encima de los niveles esperados. Dicho crecimiento fue impulsado por incrementos en la producción industrial, las exportaciones y la inversión de activos fijos. Sin embargo, los indicadores adelantados dan señales de una desaceleración en el tercer trimestre del año, explicada en cierta medida por la política del gobierno que busca contener la exposición a los riesgos financieros a través del endurecimiento de las condiciones crediticias.

En la región, la economía brasileña registró una moderada expansión del PIB en el segundo trimestre, luego de experimentar doce trimestres consecutivos de resultados negativos. Este comportamiento se debió a las contribuciones positivas del sector agropecuario (por el lado de la oferta) y al crecimiento de las exportaciones y el consumo privado (por el lado de la demanda). Por su parte, los indicadores adelantados del tercer trimestre continuaron evolucionando favorablemente, dando señales más claras de la recuperación de la actividad económica. No obstante, se mantiene la incertidumbre política como un factor de riesgo que podría afectar el mejor desempeño observado en los últimos meses. Con respecto a la política monetaria, la inflación siguió disminuyendo dando espacio al Copom para continuar reduciendo la tasa Selic.

En Argentina, el PIB se expandió por segundo trimestre consecutivo, exhibiendo una tasa de crecimiento muy superior a la registrada en el trimestre previo. Adicionalmente, durante el tercer trimestre los indicadores de actividad económica de corto plazo continuaron dando señales de recuperación. Respecto de los precios, la inflación interanual, que venía mostrando una trayectoria descendente, se incrementó en agosto. Sin embargo, se espera que dicho aumento sea transitorio y continúe gradualmente la reducción de la inflación.

Por otro lado, en el plano local, la actividad económica registró una menor expansión en el segundo trimestre del 2017, debido en gran parte a las condiciones climáticas adversas que afectaron específicamente al sector de las construcciones y a la ganadería. En este periodo, el PIB registró un crecimiento interanual de 0,9%, explicado fundamentalmente por la expansión del sector servicios, la industria y la agricultura; desde la óptica de la oferta. Por el lado del gasto, el crecimiento fue explicado principalmente por la demanda interna (consumo privado e inversiones), dada la caída de las exportaciones netas (mayor expansión de las importaciones que las exportaciones). Con respecto a los indicadores adelantados, la actividad económica registraría un mejor desempeño en el tercer trimestre y, además, la demanda interna continuaría con la buena dinámica que ha venido mostrando durante el año.

Con relación a los precios, la inflación total promedió una tasa de 4,1% en el tercer trimestre, superior al observado en el periodo anterior (3,3%). Este resultado se explicó por el incremento de unos pocos productos de la canasta, principalmente aquellos rubros volátiles, que anteriormente habían mostrado tasas interanuales negativas. Por su parte, los promedios interanuales, en el tercer cuarto, de la inflación subyacente (4,1%), la subyacente X1 (4,7%) y la núcleo (3,1%) fueron inferiores a los registrados en el segundo trimestre del año 2017 (4,7%, 5,5% y 3,3%, respectivamente). En parte, las tasas más bajas se debieron a la menor variación interanual de los precios de la carne, lácteos y azúcar, productos que anteriormente venían explicando la trayectoria al alza de algunas de estas medidas de tendencia de la inflación.

En las reuniones de política monetaria, el Comité resaltó que en el ámbito internacional continuaba observándose una evolución favorable de las principales economías avanzadas, mientras que, en la región, la economía brasileña había mostrado cierta mejora en el margen, aunque permanecía un elevado grado de incertidumbre respecto de la solidez de su recuperación. Por su parte, en el ámbito doméstico la actividad económica había presentado una moderación en el ritmo de expansión a principios del segundo trimestre, explicada principalmente por factores puntuales, especialmente los climáticos. No obstante, los nuevos datos del mes de junio mostraron una desaceleración que abarcaba más sectores. Al mismo tiempo, se observaba una trayectoria descendente de las distintas medidas de inflación subyacente y las expectativas se mantenían ancladas a la meta. Bajo este escenario, el CEOMA consideró oportuno adoptar un perfil de política monetaria más expansivo en agosto, reduciendo la TPM en 25 puntos básicos a 5,25% anual. En la reunión siguiente, el Comité consideró que no ameritaba un ajuste adicional de la tasa de referencia.

En el escenario base, la proyección de crecimiento se mantuvo en 4,2%, aunque se realizaron algunos cambios a nivel sectorial, teniendo en cuenta la evolución reciente de los indicadores de corto plazo y el escenario más probable para lo que resta del año. Por una parte, se corrigieron al alza las estimaciones de crecimiento de la agricultura, la industria manufacturera y el comercio. Sin embargo, se revisaron a la baja las cifras de expansión de la ganadería y las construcciones, sectores que fueron afectados fuertemente por fenómenos climáticos durante el segundo trimestre. Asimismo, se corrigió a la baja (mayor caída) la producción de energía eléctrica de las binacionales. Por el lado del gasto, las tasas de crecimiento para el consumo y la inversión se mantuvieron similares a las del informe anterior, mientras que la demanda externa neta se revisó a la baja, principalmente por un ajuste positivo mayor en las importaciones con respecto al de las exportaciones. En líneas generales, el crecimiento del 2017 estará explicado en gran medida por comercio, otros servicios e industria (por el lado de la oferta) y por consumo e inversión (por el lado del gasto).

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,0	4,2
Demanda Interna	1,7	2,3	5,4
Formación bruta de capital	1,2	6,4	11,5
Formación bruta de capital fijo	2,2	7,9	11,5
Consumo total	1,9	1,2	3,6
Consumo privado	1,5	1,7	3,9
Consumo público	4,3	-2,8	1,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	2,7	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-0,7	7,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,1	1,5	0,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,4	17,7	19,0
FBKF (% del PIB real)	18,7	19,4	20,7

Fuente: Banco Central del Paraguay

En cuanto a la inflación total, en el escenario base, la proyección para el mes de diciembre de 2017 se incrementó de 3,5% (IPoM de junio) a 3,8% en este informe. Este resultado se debe fundamentalmente al incremento, mayor al previsto para el tercer trimestre, de los precios de los rubros volátiles de la canasta. Por otro lado, la proyección de la inflación subyacente para diciembre se redujo de 3,6% a 3,4%, entre otros factores, explicado por la realización de un nivel de tipo de cambio menor al estimado para el tercer trimestre, lo que a su vez condiciona el nivel esperado para el cuarto trimestre, como así también por una brecha positiva del producto menor a la estimada anteriormente. Posteriormente, conforme al escenario previsto para las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación convergerá gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el tercer trimestre del 2019.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

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

En relación a los escenarios de riesgo, en el plano internacional, el panorama para la economía global sigue mejorando y no se avizoran riesgos de volatilidades significativas en el corto plazo, aun teniendo en cuenta los planes de la Fed de continuar con el proceso de normalización de su política monetaria, ya sea mediante el incremento de tasas de interés y/o la reducción de su hoja de balance. No obstante, una consolidación más rápida de la recuperación de Estados Unidos y/o una aceleración de la inflación (y sus expectativas) podría generar una mayor incertidumbre respecto del ritmo de ajuste del aumento de tasas, lo cual podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros, depreciar las monedas y aumentar el costo del fondeo externo de las economías emergentes, entre ellas, Paraguay.

En la zona euro, la actividad económica y el mercado laboral han seguido fortaleciéndose. Por un lado, los resultados de las elecciones en Alemania han contribuido a moderar los riesgos políticos en la zona. Sin embargo, otros riesgos han surgido, derivados principalmente de movimientos independentistas en España. Adicionalmente, persiste la incertidumbre en torno a las negociaciones del *Brexit*. Un debilitamiento económico del bloque afectaría desfavorablemente la dinámica de crecimiento global, pudiendo a su vez tener implicancias sobre los socios comerciales de Paraguay.

En China, las estimaciones de crecimiento se han revisado al alza, dado el buen desempeño en los últimos meses. No obstante, persiste el riesgo de una desaceleración brusca en el mediano plazo si no se adoptan reformas en cuanto al saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas públicas. Asimismo, otro factor de riesgo es el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia consumo y servicios, lo cual en cierta medida podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* (alimentos principalmente) a nivel internacional.

En cuanto a la región, la economía brasileña ha mostrado señales relativamente más claras de una recuperación, aunque persiste cierta incertidumbre en torno a la concreción de algunas de las reformas planificadas por el gobierno. En la medida que esta recuperación se afiance, el comercio bilateral entre Paraguay y Brasil podría seguir mejorando, especialmente el comercio de frontera. Por otro lado, si bien Argentina muestra también indicios de recuperación de su actividad, la inflación se mantiene relativamente elevada y persiste la necesidad de un ajuste fiscal importante. En la medida que continúen estos altos niveles de inflación y el tipo de cambio nominal bilateral se mantenga estable, el importante flujo comercial de argentinos en las ciudades fronterizas de Paraguay podría seguir observándose en los siguientes meses.

En el ámbito doméstico, el principal factor de riesgo es la evolución del tipo de cambio. Como se ha mencionado, hasta el momento los riesgos parecen estar equilibrados, sin embargo, esto dependerá en gran medida de los nuevos datos económicos de Estados Unidos en los próximos meses y de la manera que esta información sea internalizada por los mercados financieros. Aun así, en el caso que se diera, el fortalecimiento del dólar sería un fenómeno global, afectando no sólo a Paraguay, sino también a los socios comerciales, con lo cual el efecto sobre el tipo de cambio real podría ser menor.

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

Decisiones de Política Monetaria

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

En el escenario internacional, los indicadores de actividad daban cuenta que la economía continuaba con la dinámica prevista anteriormente, en tanto que en la región, el panorama se había vuelto más complejo en los últimos meses. El crecimiento mundial había sido corregido al alza, impulsado por las mejoras en las economías de la Eurozona y otras economías avanzadas. Por su parte, en Estados Unidos, si bien las perspectivas de crecimiento se mantuvieron con respecto al informe anterior, la actividad económica y el mercado laboral daban señales de una mayor consolidación. En cuanto a la región, las proyecciones de crecimiento de Brasil y Argentina fueron revisadas a la baja debido, en parte, a que los principales indicadores de corto plazo habían mostrado señales de fragilidad sumado a la situación de incertidumbre política del momento en ambos países. Con relación a los niveles de precios en estos países, en general, se había observado un comportamiento descendente de las principales medidas de inflación durante el segundo trimestre del año.

En Estados Unidos, se observaba un crecimiento moderado del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre. Los gastos de los consumidores y las empresas habían aumentado, mientras que el sector manufacturero continuaba mostrando un importante dinamismo y el mercado laboral seguía consolidándose, lo que se verificaba en menores tasas de desempleo. Las distintas medidas de inflación se redujeron respecto del informe anterior, por lo que, en ese contexto, la Reserva Federal, considerando además las condiciones laborales e inflacionarias observadas y esperadas en ese entonces, decidió en su reunión de junio, aumentar el rango de la tasa de interés de los fondos federales.

La Eurozona mantenía un ritmo de crecimiento positivo, al tiempo que, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero seguían expandiéndose en niveles por encima del esperado. El mercado laboral seguía fortaleciéndose, reflejado en que el desempleo en mayo, alcanzó el nivel más bajo desde marzo del 2009. En

cuanto a los precios, la inflación se mantenía en niveles inferiores a la meta, por lo que el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variaciones las tasas de interés de referencia.

En China, los indicadores de actividad económica evolucionaban favorablemente, aunque a menor ritmo que en los últimos años. El crecimiento del PIB en el primer trimestre del año fue superior a lo esperado y estuvo explicado especialmente por el aumento de la producción industrial, las ventas al por menor, el gasto fiscal y la inversión en activos fijos. A su vez, en el sector manufacturero, el PMI se ubicó por encima de lo esperado por el mercado ante una mayor demanda de productos para exportación.

En Brasil, el PIB había aumentado en el primer trimestre del año respecto del trimestre anterior, luego de sucesivas caídas desde el 2015. Dicho comportamiento se atribuía principalmente a las contribuciones positivas de la actividad agropecuaria por el lado de la oferta y de las exportaciones, por el lado de la demanda. Por su parte, tanto el indicador mensual de actividad económica, como el del sector manufacturero, habían crecido en mayo. A pesar de las mejoras en los resultados, las tensiones políticas afectaron negativamente las perspectivas de esta economía. En cuanto a la política monetaria, la tasa de inflación continuó desacelerándose, lo que daba espacio al Comité de Política Monetaria (COPOM) para seguir con su política monetaria expansiva.

Argentina, presentaba señales positivas de recuperación a través de sus indicadores de actividad económica, reflejada en el crecimiento positivo del PIB en el primer trimestre del año y la evolución de los indicadores de corto plazo en el segundo. Aun así, las proyecciones de crecimiento económico fueron revisadas a la baja, debido a la incertidumbre política en torno a los comicios electorales y a la situación de Brasil. Por el lado de la inflación, esta había mostrado una trayectoria descendente.

En el ámbito doméstico, al cierre del primer trimestre del año se había observado un importante dinamismo y

diversificación en la actividad económica. Se registraba un crecimiento interanual del PIB del 6,6%, debido principalmente al desempeño favorable de los sectores de servicios, industria y construcciones, así como la mayor producción agrícola, por el lado de la oferta. Mientras que, por el lado del gasto, el crecimiento fue impulsado fundamentalmente por la demanda interna y en menor medida, por las exportaciones netas. Con respecto a la evolución de los precios, el promedio de la inflación total había aumentado en el segundo trimestre, debido a la mayor variación interanual de los precios de algunos alimentos. De igual manera, se registraba un incremento en la inflación subyacente con respecto al primer trimestre del año.

Con relación a las reuniones de política monetaria, en el segundo trimestre el Comité seguía remarcando la incertidumbre respecto de la evolución esperada de la economía global. En el contexto regional, resaltaba el escenario más complejo debido al aumento de las tensiones políticas en Brasil. En el escenario doméstico, la actividad económica se había moderado a consecuencia de factores puntuales como el clima. Además, el Comité afirmaba que algunas medidas de inflación subyacente registraron un incremento, el cual fue explicado por unos pocos productos de la canasta. Bajo este contexto, en las reuniones de abril, mayo y junio, el CEOMA decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 5,5% anual.

La estimación de crecimiento del PIB en el escenario base se mantuvo en 4,2% para el 2017, aunque con una recomposición de sus componentes, sustentada fundamentalmente en la evolución observada de los sectores y las perspectivas para el segundo semestre. Por un lado, se corrigieron al alza las previsiones de crecimiento de la industria manufacturera y del comercio, entre otros. Además, se corrigieron a la baja las estimaciones de crecimiento de la producción de energía eléctrica y del sector construcciones. Por el lado del gasto, el consumo privado, las exportaciones y las importaciones mantuvieron sus tasas de crecimiento, mientras que la formación bruta de capital se corrigió levemente a la baja, siendo compensada por la mejora en las estimaciones del consumo público. En general, la proyección fue explicada en gran medida por el sector terciario y secundario, por

el lado de la oferta, mientras que la demanda interna se mantuvo como el principal impulsor por el lado del gasto.

La tasa proyectada de inflación total en el escenario base se ubicaba en 3,5% para diciembre de 2017, mientras que, para la inflación subyacente, se proyectaba una tasa de 3,6%. De ahí en adelante, conforme a la trayectoria esperada para las variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existiesen choques exógenos, se pronosticaba que la inflación se mantendría por debajo de la meta durante gran parte del 2018, con una convergencia gradual de la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el segundo trimestre de 2019.

En cuanto a los riesgos, en el plano internacional, a pesar de la persistente incertidumbre derivada de las medidas económicas que planteaba implementar el gobierno de los Estados Unidos, la economía global seguía mostrando un buen dinamismo. Con respecto a la política monetaria, la Fed volvió a ajustar su tasa de referencia en junio y, hasta entonces, las probabilidades de un cambio adicional en el segundo semestre eran relativamente bajas.

En la Eurozona, se observaba una mejora de los indicadores de confianza debido a que los riesgos derivados de propuestas “aislacionistas” de algunos partidos políticos fueron diluyendo en los últimos meses. Sin embargo, el proceso de negociación del *Brexit* seguía ocasionando riesgos.

Con respecto a las economías emergentes, en China, la moderación de la actividad económica fue menor a la prevista. Los riesgos de mediano plazo continuaban siendo importantes, destacándose el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia el consumo y los servicios, lo cual, en cierta medida, podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* a nivel internacional.

En el contexto regional, el repunte de las tensiones políticas en Brasil generaba una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento de su economía. Sin embargo, la reducción de la inflación, la política monetaria más acomodaticia y un mejor panorama para las cuentas fiscales representaban factores positivos. En la

medida que la economía brasileña continuaba con su recuperación, y el valor de su moneda se fortalecía o al menos se mantenía frente al dólar estadounidense, el comercio en las zonas fronterizas con Paraguay seguiría consolidándose.

La evolución del tipo de cambio, aunque seguía representando el factor de riesgo más relevante para la inflación, las posibilidades de una depreciación significativa de las monedas se moderaban, teniendo en cuenta que el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos podría ser más gradual al esperado previamente. No obstante, ante un fortalecimiento del dólar, las monedas de los socios comerciales de Paraguay también serían afectadas y, por lo tanto, el efecto de la depreciación del guaraní respecto al dólar sobre los precios domésticos estaría atenuado parcialmente.

Teniendo en cuenta los escenarios alternativos, el CEOMA 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 observaba que las economías avanzadas continuaban mostrando señales de dinamismo. Los indicadores de actividad de los Estados Unidos daban muestra de una recuperación, mientras que los de la Eurozona continuaban evolucionando de manera favorable. En la región, los indicadores de actividad económica reportaban una contracción en Brasil, a su vez las expectativas de crecimiento de los agentes se habían reducido. Por su parte, en Argentina se observaba aumentos moderados en los indicadores de actividad, mientras que la inflación se ha desacelerado.

En el plano local, los indicadores de actividad mostraban un mejor desempeño y una diversificación de la economía, explicada en su mayoría por el buen desempeño de la industria manufacturera, el comercio y algunas ramas del sector servicios. Por otro lado, tanto la inflación mensual e interanual se reducían, por lo que la evolución de la misma se mantenía consistente con la trayectoria esperada.

Bajo este escenario, el CEOMA consideró que la estrategia más prudente era mantener el perfil actual de

política monetaria con una TPM de 5,5% anual, asegurando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte de política.

En la reunión de agosto, se observaba que la economía mundial continuaba evolucionando favorablemente. En Estados Unidos, la actividad económica y el mercado laboral seguían mostrando señales de buen dinamismo. En la región, los indicadores de actividad de Brasil permanecían débiles al tiempo que persistía el clima de incertidumbre en el país. Por su parte, en Argentina, la actividad económica evolucionaba favorablemente en los últimos meses, a la vez que los distintos índices de precios revelaban una trayectoria descendente de la inflación interanual.

En lo interno, el conjunto de indicadores de actividad económica mostraba señales que fueron más compatibles con una menor expansión de la economía en el corto plazo, observándose una ralentización que abarcaba sectores no relacionados con los fenómenos climáticos de ese periodo.

Por su parte, el comportamiento de la inflación permanecía favorable y las expectativas bien ancladas. Las distintas medidas de la inflación subyacente seguían una trayectoria descendente, mientras que el estimador de la inflación núcleo se estabilizaba por debajo de la meta de política monetaria. En este contexto, el Comité consideró oportuno adoptar un perfil de política monetaria más expansivo con una reducción de la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos a 5,25% anual.

En setiembre, continuaba la evolución favorable de los indicadores económicos de las economías avanzadas, al tiempo que persiste la incertidumbre en torno al ritmo de ajuste de sus condiciones monetarias. En Estados Unidos y la Eurozona, se observaba un buen desempeño reflejados en los indicadores de corto plazo y del mercado laboral. En el ámbito regional, Brasil mostraba una leve recuperación en sus indicadores de corto plazo, al tiempo que mejoraban las perspectivas de crecimiento del mercado. En Argentina, la actividad mostraba una evolución favorable, mientras que la inflación interanual registraba un aumento.



Por su parte, en el contexto doméstico, las medidas de tendencia de inflación mantenían un comportamiento consistente con la meta, mientras que las expectativas seguían ancladas al objetivo inflacionario de mediano plazo. En cuanto a la actividad económica, si bien sigue

expandiéndose, el Comité señalaba cierta moderación en su ritmo de expansión.

Por lo tanto, el CEOMA decidió mantener la TPM en 5,25% anual, considerando que, por el momento, la economía no ameritaba un estímulo monetario adicional.

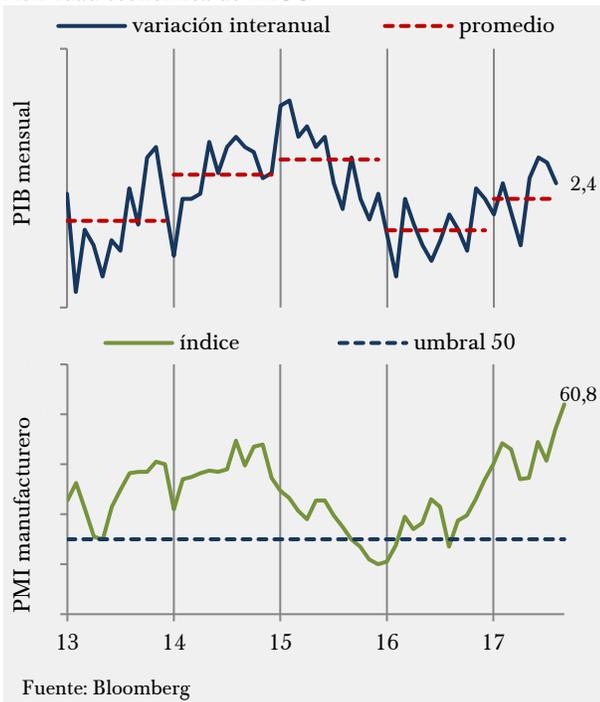
I. Entorno Internacional y Regional

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU



Fuente: Bloomberg

Desde el último IPoM, el escenario económico internacional y regional se ha presentado más alentador, debido al desempeño más favorable de los indicadores de actividad de países avanzados y emergentes. En Estados Unidos, se mantuvo la estimación de crecimiento económico y se prevé un nuevo aumento de la tasa de política monetaria por parte de la Fed y el inicio del programa de reducción gradual de hoja de balance. En la Eurozona, las proyecciones para el 2017 y 2018 han mejorado en un contexto de consolidación de la actividad económica. En China, existe incertidumbre sobre las condiciones financieras; no obstante, el gran dinamismo de los indicadores de actividad y del comercio exterior ha llevado a una nueva revisión al alza de sus proyecciones de crecimiento. En la región, se han observado señales más claras de crecimiento en Brasil y Argentina, lo que en cierta medida condujo a la revisión al alza de la proyección de crecimiento de los socios del Mercosur.

Actividad económica

Desde el IPoM anterior, se ha observado un mayor dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos. En el segundo trimestre, el PIB creció a una tasa anualizada de 3,1%, por encima del 1,2% registrado en el trimestre anterior. Este resultado se atribuye, principalmente, a una aceleración del gasto en consumo personal, a un repunte de la inversión privada y del gasto del gobierno federal. De igual modo, los indicadores adelantados (Gráfico I.1) revelan un dinamismo aún mayor para el tercer trimestre. Así, el crecimiento de 2,4% interanual del PIB mensual a agosto, indica una mejoría con respecto al promedio del año. Igualmente, el PMI manufacturero sigue mejorando conforme a los datos observados hasta setiembre. Por su parte, el mercado laboral sigue consolidándose y los mercados financieros continúan repuntando. En cuanto a las perspectivas de crecimiento del PIB, las mismas se mantienen en línea con lo indicado en el IPoM anterior, tanto para el 2017 (2,2%) como para el 2018 (2,3%). Cabe destacar, los principales factores de riesgo para la economía norteamericana siguen ligados a la incertidumbre en torno a las acciones de política económica de la actual administración.

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona

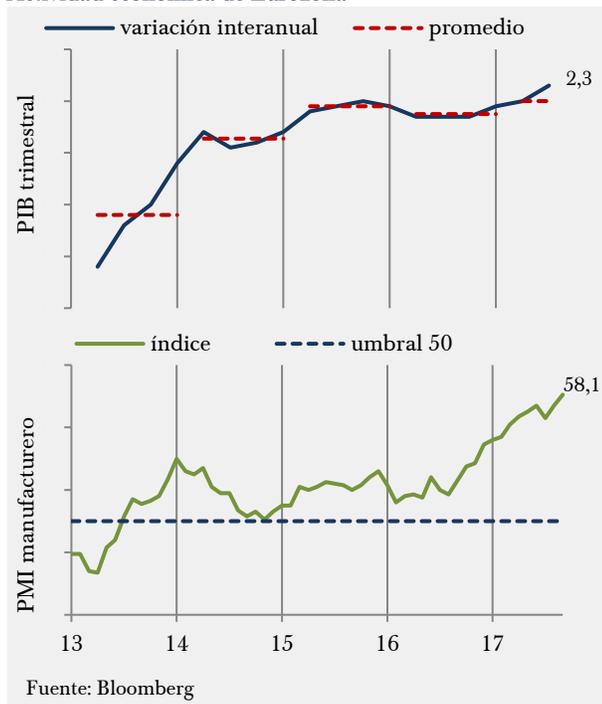


Gráfico I.3
Actividad económica de China



En la Eurozona, el PIB creció 2,3% interanual en el segundo trimestre de 2017, por encima del 2,0% del trimestre anterior. Dicho comportamiento se explica especialmente por la evolución favorable del consumo de los hogares y de la inversión bruta de capital fijo. Los países con mayor crecimiento fueron República Checa, Suecia, Rumania y Holanda, mientras que Portugal y Reino Unido fueron los de menor dinamismo. El resultado auspicioso del indicador de actividad económica se vio respaldado por la continua expansión del PMI del sector manufacturero, el cual alcanzó niveles superiores a lo esperado. Igualmente, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, al alcanzar una tasa de desempleo de 9,1% en el mes de agosto, el menor nivel desde febrero de 2009. En este contexto, las proyecciones de crecimiento del PIB fueron revisadas al alza tanto para el 2017 (de 1,9% a 2,1%) como para el 2018 (de 1,7% a 1,8%).

En China, la economía creció 6,9% interanual en el segundo trimestre de 2017, levemente por encima de las expectativas del mercado, apoyado por incrementos en la producción industrial, las exportaciones y la inversión de activos fijos. Se espera una desaceleración para el tercer trimestre debido a medidas financieras más estrictas del gobierno para controlar las condiciones de crédito. Dicho comportamiento se puede notar actualmente observando el crecimiento de 6,9% interanual del PIB mensual a agosto, levemente por debajo del promedio del año. Por su parte, el PMI del sector manufacturero tuvo una rápida expansión alcanzando un valor de 52,4 en setiembre. El principal riesgo de la economía asiática está relacionado a un empeoramiento en las condiciones crediticias; sin embargo, el gobierno está trabajando con firmeza para contrarrestarlo. De este modo, en línea con los datos económicos, las perspectivas del PIB han mejorado, tanto para el 2017 (6,6% a 6,7%) como para el 2018 (6,3% a 6,4%).

En Brasil, el PIB se incrementó 0,3% interanual en el segundo trimestre de 2017, siendo el primer trimestre de expansión en los últimos tres años. Por el lado de la oferta, dicho crecimiento se explica principalmente por la contribución positiva del sector agropecuario y por el lado de la demanda por las contribuciones del consumo privado y las exportaciones. Por su parte, el indicador mensual de actividad económica (IBC – Br) tuvo un crecimiento de 1,4% interanual en julio, superior al promedio del año; mientras que el PMI manufacturero a setiembre se encuentra, en promedio, levemente por encima de los niveles del IPoM

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

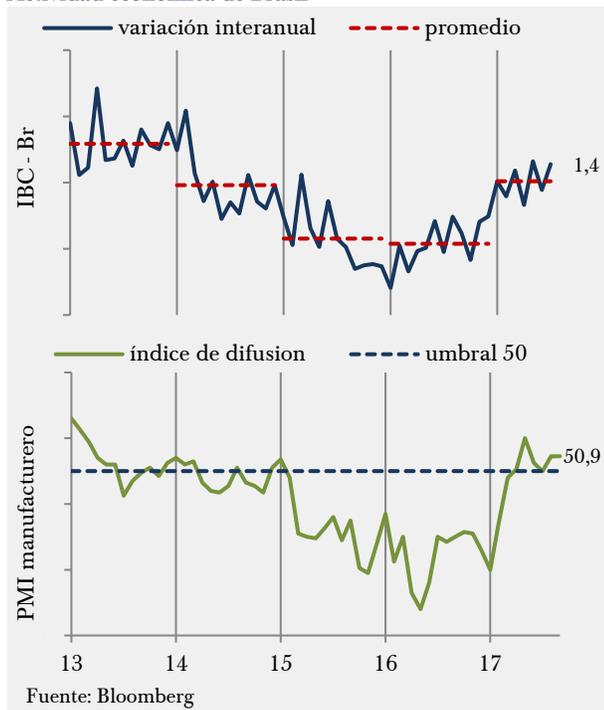
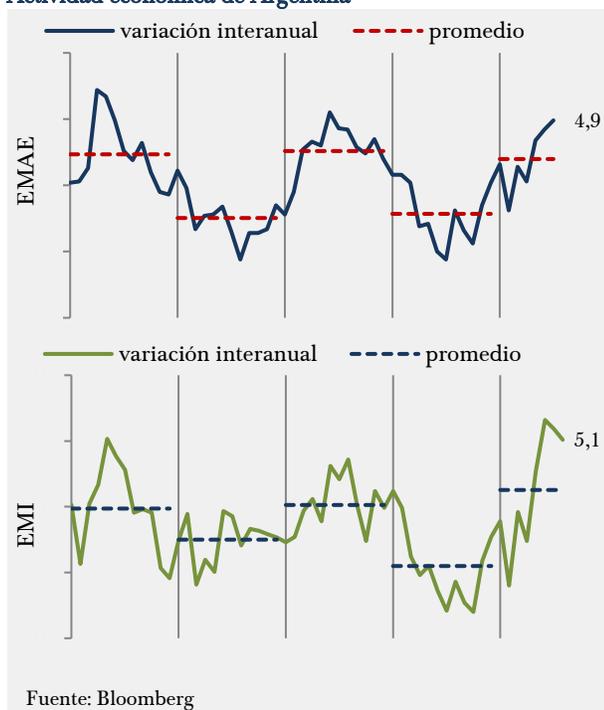


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



anterior. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo descendió por quinto mes consecutivo, llegando a 12,6% en agosto. Cabe mencionar que el riesgo potencial para la economía brasilera está ligado a la incertidumbre política, sin embargo, se observan señales más claras de recuperación económica en los indicadores adelantados, y se espera que la economía siga mejorando durante el resto del año. En este sentido, las proyecciones de crecimiento de Brasil han mejorado con respecto al IPoM anterior, subiendo de 0,5% a 0,7% para el año 2017 y de 2,1% a 2,4% para el 2018.

En Argentina, la estimación provisoria del PIB en el segundo trimestre de 2017 indica un crecimiento interanual de 2,7% frente al 0,4% registrado en el trimestre previo. Dicho aumento se atribuye especialmente a la evolución de la formación bruta de capital fijo y del consumo privado. Para el tercer trimestre se espera una mayor consolidación de la recuperación económica, lo cual se ve respaldado por el crecimiento del EMAE en 4,9% interanual en julio, muy por encima del promedio del año. Dicho repunte se explica principalmente por el crecimiento de la industria manufacturera, el comercio, la agricultura y las construcciones. Por su parte, el Estimador Mensual Industrial (EMI), presentó un repunte muy significativo de 5,9% y 5,1% en julio y agosto respectivamente, explicado mayormente por el crecimiento de la industria alimenticia, la industria del tabaco y las industrias metálicas básicas. Finalmente, las estimaciones del PIB para el 2017 se mantienen y se incrementan para el 2018 en un contexto de mejores perspectivas para Brasil e impulso de las inversiones públicas.

Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de Estados Unidos continuaron por debajo de la meta, aunque con comportamientos dispares desde el último IPoM. Por un lado, el IPC ascendió a 1,9% interanual en agosto, mientras que su medida núcleo permaneció en torno a 1,7% interanual. Por otro lado, la variación del índice de precios PCE se mantuvo en 1,4% interanual hasta agosto, mientras que el PCE núcleo, descendió a 1,3% interanual. Al respecto, se espera un repunte temporal de ambas medidas de inflación para los próximos meses como consecuencia de los daños ocasionados por los huracanes que afectarían los precios de algunos productos, principalmente de la gasolina. Respecto

Gráfico I.6
Inflación en EEUU

Variación interanual, porcentaje

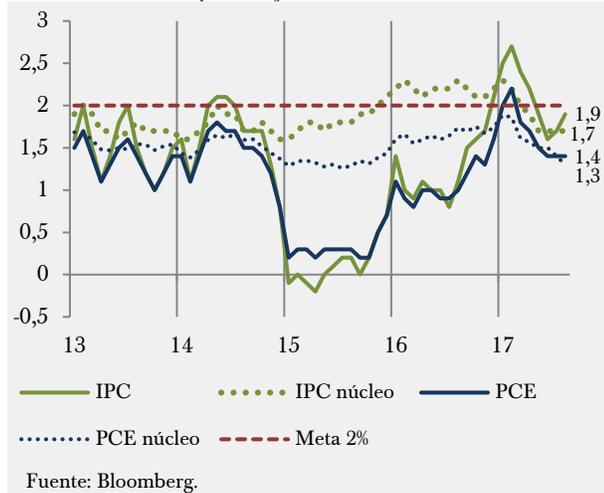


Gráfico I.7
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona

Porcentaje



Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



a la política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED), considerando las condiciones laborales y de inflación realizadas y esperadas, decidió mantener el rango objetivo de fondos federales en [1% - 1,25%] desde el IPoM anterior. A pesar del perjuicio de los huracanes, se espera que la economía de EE.UU siga creciendo a ritmo dinámico durante el año 2017, el mercado laboral siga fortaleciéndose y la inflación retorne a la meta de 2% en el mediano plazo. En línea con la postura de política monetaria acomodaticia de la FED, se espera una última suba de la tasa de política para finales del año corriente. Adicionalmente, cabe destacar, que la FED planea comenzar su programa de normalización de su hoja de balance en octubre.

En la Eurozona, la tasa de inflación subió a 1,5% interanual en agosto, afectada por los precios de la energía y los servicios, mientras que la inflación núcleo aumentó levemente a 1,2%. En cuanto a la política monetaria, el BCE mantuvo sin variaciones las tasas de referencia, decisión que se espera se mantenga hasta finales de año a fin de seguir con un perfil acomodaticio que asegure un nivel de inflación compatible con la meta de mediano plazo. La tasa de facilidad de depósitos se mantuvo en -0,4%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25%. Del mismo modo, seguirán las compras netas de 60.000 millones de euros mensuales al menos hasta finales de diciembre 2017.

En la región, la inflación de Brasil siguió bajando incluso por debajo de la meta de 4,5%, ubicándose en 2,46% interanual en agosto. Del mismo modo, la inflación núcleo también siguió con su tendencia descendente, quedando en 3,9% en agosto, también por debajo de la meta. Según la encuesta de Focus, se esperan menores tasas de inflación con respecto al IPoM anterior, tanto para 2017 (2,95%), como para el 2018 (4,06%). En este escenario, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidió seguir bajando la tasa SELIC desde el último IPoM hasta 8,25% en setiembre, siguiendo de esta manera con su plan de estabilización de la economía de Brasil. El mercado espera que la tasa de política monetaria continúe descendiendo y cerrar el año 2017 en 7%, 100 pb por debajo a lo esperado en el IPoM anterior.

La inflación general del INDEC de Argentina continuó disminuyendo desde el último IPoM, pero en el último dato

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

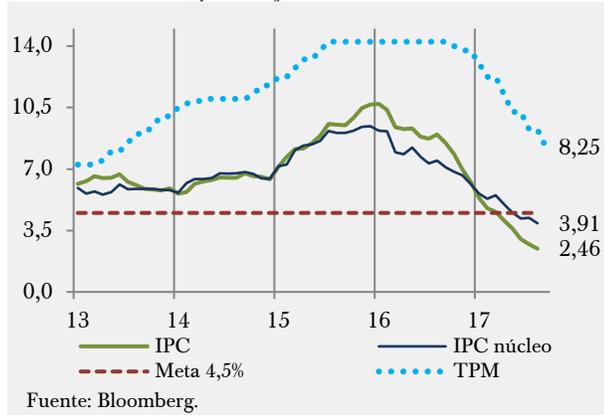


Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación mensual, porcentaje

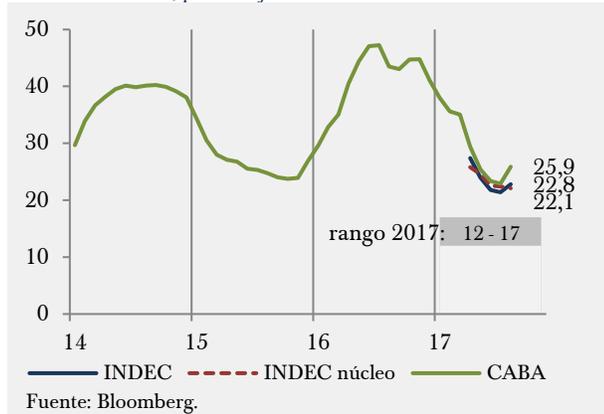


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



de agosto tuvo un repunte interanual (22,8%); mientras que la inflación núcleo siguió cayendo hasta 22,1% interanual. Por su lado, la inflación medida por CABA también tuvo un aumento en agosto luego de varios meses de caída. Sin embargo, se espera que continúe la reducción paulatina de la inflación en los próximos meses debido a la implementación del esquema de metas de inflación por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA) donde se compromete a cumplir con una meta de inflación decreciente en el tiempo: rango de [12% - 17%] para 2017, rango de [8% - 12%] para 2018, y 5% a partir de 2019. De esta manera, en su última reunión del mes de setiembre, el BCRA decidió mantener inalterada su tasa de política monetaria en 26,25%, vigente desde abril de 2017.

Con respecto a los demás países de la región, (Gráfico I.11), se observó una reducción de las tasas de política monetaria en Colombia y Perú desde el IPoM anterior, mientras que México y Chile mantuvieron su tasa de política en 7% y 2,5% anual respectivamente.

Materias primas

Los precios de los *commodities* mostraron comportamientos mixtos en relación a lo presentado en el IPoM anterior. Así, el precio de la soja registró un aumento de 4,1%; sin embargo, se mantendrían próximos a estos niveles hasta inicios del año 2018 según indican los precios futuros. En cuanto al precio del trigo, se incrementó levemente en 1,9%, tendencia que continuaría en los próximos meses. El precio del maíz cayó 6,6% en relación al informe anterior, tendencia que se interrumpiría en los meses siguientes, permaneciendo por un tiempo en los niveles actuales. Finalmente, el precio de la carne disminuyó en 13,5%, no obstante, se espera una importante recuperación del mismo para el último trimestre del año según las expectativas del mercado de futuros.

Los precios internacionales del petróleo se recuperaron rápidamente desde el IPoM anterior, explicados principalmente por la disminución de la producción y las existencias de hidrocarburo en EEUU, especialmente luego del impacto de los huracanes. Otro factor que incidió en la cotización del petróleo fue la inestabilidad geopolítica en la zona de Medio Oriente (Kurdistán Iraquí). En particular, el precio del petróleo Brent subió en 20,1%, mientras que el de WTI se incrementó en 12,2% respecto al informe anterior.

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



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

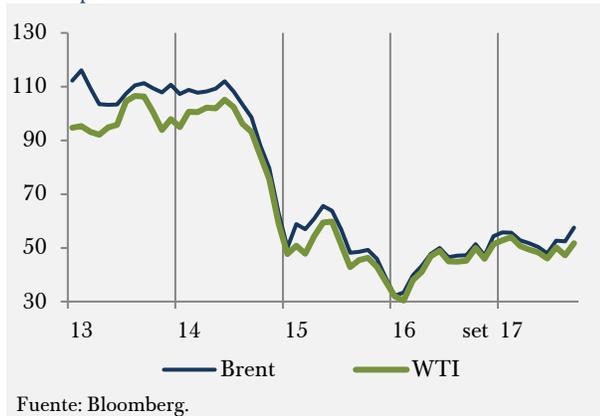
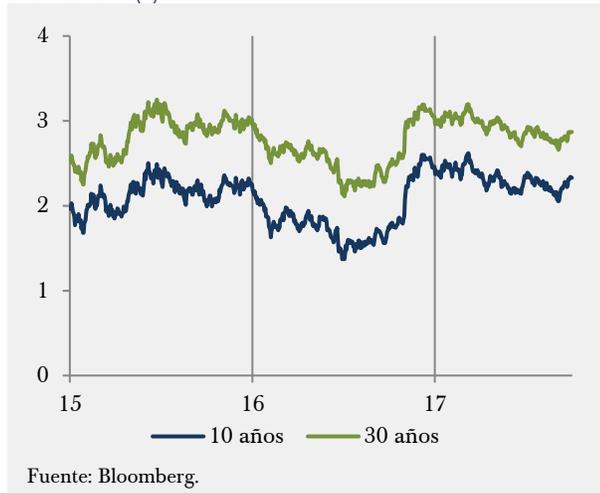


Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



Los mercados de futuros sugieren que el mercado espera un paulatino aumento en los próximos trimestres, debido al aumento de la demanda global que acompaña a la recuperación económica mundial.

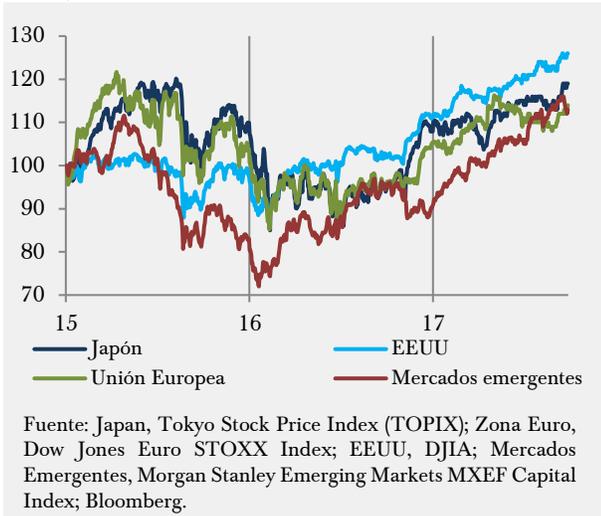
Mercados financieros internacionales

En lo que respecta a los rendimientos de los bonos del tesoro de EE.UU con vencimiento a 10 y a 30 años, ambos repuntaron desde principios de setiembre. Algunos factores asociados a dicho aumento son las expectativas de un aumento de la tasa de política monetaria en diciembre, el anuncio de la Fed del inicio de su programa de reducción de hoja de balance y la disminución de las tensiones entre EEUU y Corea del Norte. No obstante, los rendimientos se ubicaron en niveles similares a los del IPoM anterior y se espera sigan aumentando gradualmente conforme se aproxime la fecha de la próxima subida de tasa de la Fed.

En comparación con el informe anterior, el índice bursátil de los Estados Unidos aumentó 5% apoyado por las condiciones económicas favorables. Por otro lado, el índice Nikkei se recuperó 3,5% debido a la debilidad del yen luego de que la Reserva Federal anunciara la posibilidad de aumentar la tasa de interés y de que el Banco de Japón mantuviera estable su política monetaria ante una visión más optimista de la economía; sin embargo, las tensiones en la zona son un factor de riesgo latente. Por su parte, el índice europeo, demostró un fuerte dinamismo, con un crecimiento de 4,6%, luego de haber superado una etapa de incertidumbre política en Francia y Reino Unido y de presentar perspectivas económicas más favorables. Finalmente, el índice de mercados emergentes, si bien tuvo un crecimiento de 6,6% con respecto al informe anterior, se vio afectado negativamente por las expectativas crecientes de endurecimiento monetario de EEUU y Europa, así como también por el fortalecimiento reciente del dólar.

La cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció 2,6% en comparación con el último informe. Esta caída en la cotización de la divisa norteamericana se atribuye en cierta medida a la incertidumbre generada con respecto a la política fiscal y comercial prometidas por el gobierno estadounidense. Sin embargo, se observa un repunte desde mediados de setiembre debido principalmente a la mayor

Gráfico I.15
Mercados bursátiles internacionales
Índices, enero 2015 = 100



probabilidad de una suba adicional de la tasa de política monetaria y la reducción de las inversiones de la Fed.

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



II. Mercados Financieros

Gráfico II.1
Tasas de política monetaria y de IRM

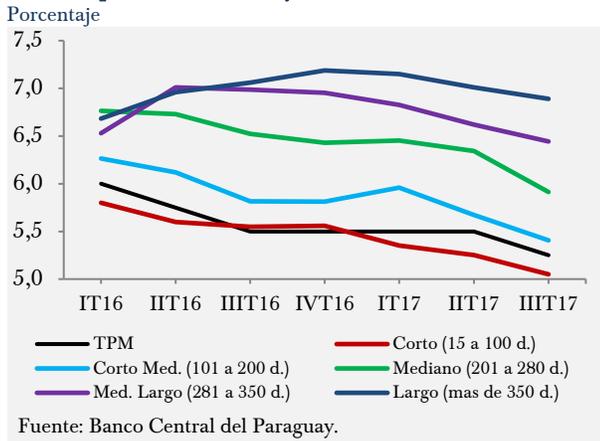


Gráfico II.2
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

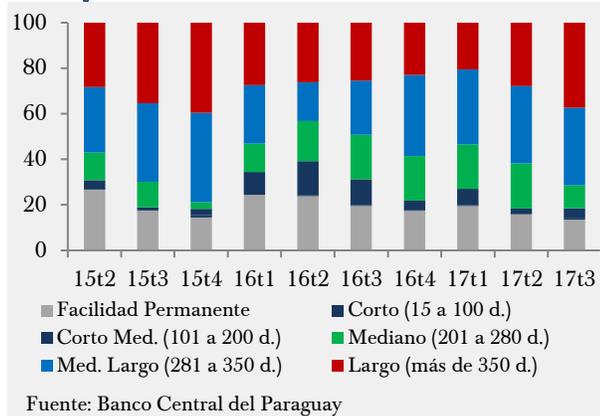
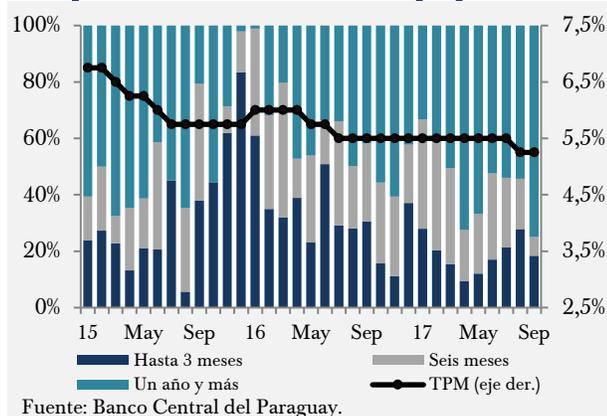


Gráfico II.3
Participación en la demanda de las LRM por plazos



Política Monetaria

Desde el último informe, en el ámbito internacional, las principales economías avanzadas continuaron con su recuperación gradual, aunque persistía la incertidumbre respecto al ritmo de ajuste de las condiciones monetarias en Estados Unidos.

En el ámbito regional, la economía brasileña presentó un leve repunte en sus indicadores de corto plazo, sin embargo aún estaba sujeto a un elevado nivel de incertidumbre en cuanto a la consolidación de la recuperación.

En cuanto al ámbito doméstico, se observó cierta moderación en cuanto al ritmo de expansión de la actividad económica. Además, las distintas medidas de tendencia de inflación mantuvieron un comportamiento consistente con la convergencia de la inflación a la meta y las expectativas seguían ancladas al objetivo inflacionario de mediano plazo.

En este escenario, el Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA), consideró en su reunión de agosto que era necesario proveer un estímulo monetario a la economía, reduciendo la TPM en 25 puntos básicos, ubicándola en 5,25% anual, la cual se mantuvo en la reunión siguiente de setiembre.

Instrumentos de Regulación Monetaria

En cuanto a las colocaciones de los instrumentos de regulación monetaria (IRM), la participación de aquellos de mediano plazo (201 a 280 días) se redujo a 10,1% en el tercer trimestre (19,8% en el segundo trimestre), mientras que los de mediano largo (281 a 350 días) y largo plazo (más de 350 días) aumentaron, cuya suma acumulada se ubicó en 71,4%, superior al 61,8% del segundo trimestre de 2017 (gráfico II.2).

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el tercer trimestre del año se registró un mayor apetito por los plazos de los instrumentos de hasta 3 meses con un incremento del 75,5% con respecto al segundo trimestre, y un menor apetito por los plazos iguales o superiores a seis meses. Con relación a la participación, en el tercer trimestre del año la demanda por títulos para plazos

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje

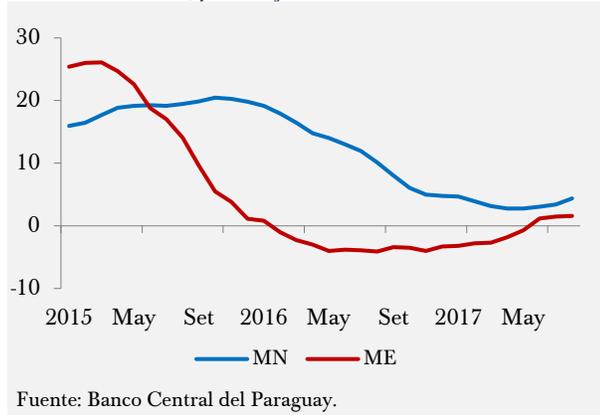


Gráfico II.5
Índice de situación, expectativas y confianza del crédito

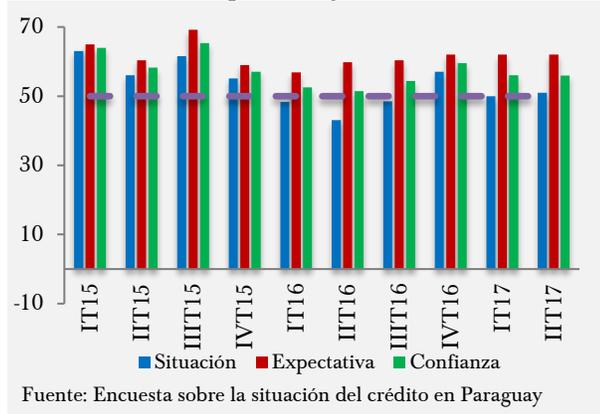
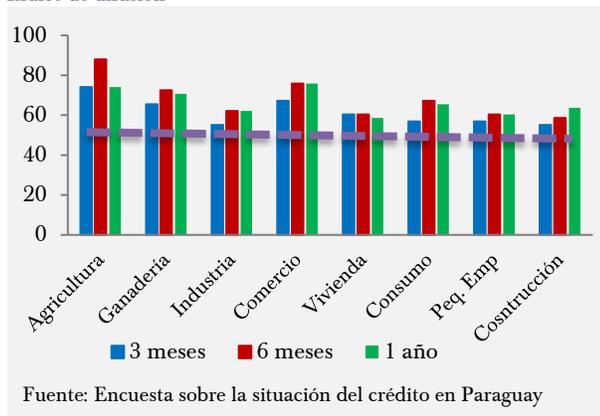


Gráfico II.6
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del crédito.



de hasta 3 meses representó el 22,6% del total, la de 6 meses representó el 15,4% y la de 1 año y más representó el 62,0% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el último IPoM, el crecimiento de los créditos bancarios ha mostrado una mejora paulatina, tanto en moneda nacional como moneda extranjera.

En agosto de 2017, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 5,6%, superior a la tasa registrada al cierre del último informe (2,7%). Por su parte, los créditos en moneda extranjera mostraron un incremento de 1,6% interanual, luego de varios meses de caídas consecutivas (gráfico II.4). En términos mensuales también se observan tasas positivas en meses recientes.

Por otra parte, la percepción sobre la coyuntura sigue siendo mejor con respecto al año anterior, conforme a la encuesta de situación general del crédito del segundo trimestre del 2017. El 52% consideró que la coyuntura económica es óptima para otorgar créditos, porcentaje similar a la registrada en la encuesta anterior, pero que se ubica muy por encima del nivel observado en el segundo trimestre del 2016 (31%).

Por otra parte, las expectativas se mantienen por encima del nivel neutral, lo cual podría contribuir a la consolidación de la recuperación reciente de los créditos (gráfico II.5).

A nivel de sectores, las expectativas se ubican en la zona de optimismo, especialmente para seis y doce meses. Se destacan las expectativas positivas en el comercio y consumo, lo cual es coherente con el desempeño favorable que están mostrando los indicadores de ventas (gráfico II.6).

Por otra parte, los principales ratios del sistema financiero continúan sólidos y en niveles adecuados según las recomendaciones de las buenas prácticas de supervisión a nivel internacional. Así, se observan, niveles de solvencia que sobrepasan los requisitos mínimos establecidos por Basilea y la rentabilidad, si bien no tiene los mismos niveles de años anteriores sigue siendo uno de los más elevados de la región. Además, la morosidad se mantiene baja.

Gráfico II.7
Volumen negociado en la BVPASA
En miles de millones de Guaraníes

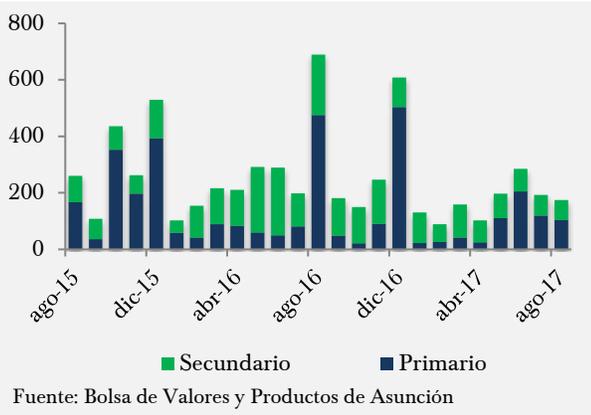


Gráfico II.8
Tipo de cambio nominal respecto al dólar
Índice 18-dic-2013 = 100

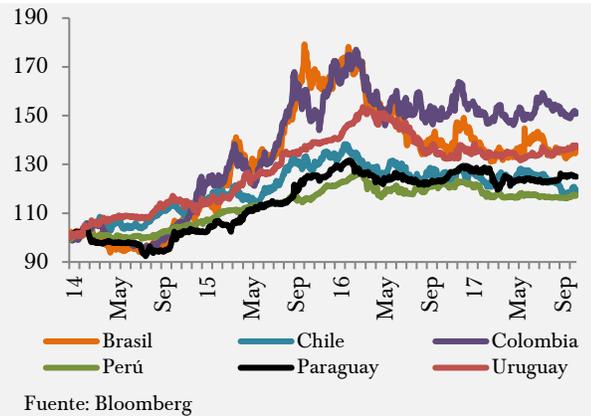
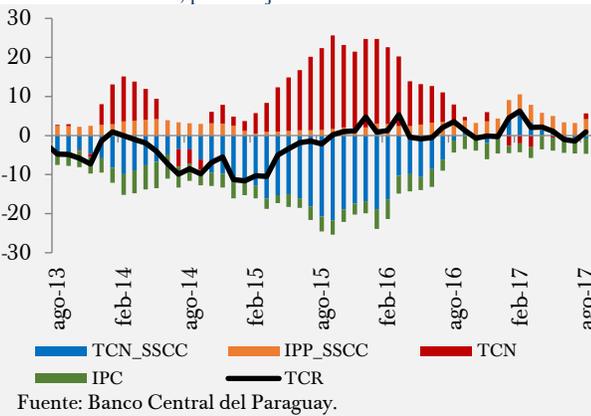


Gráfico II.9
Tipo de cambio real multilateral
Variación interanual, porcentaje



Mercado bursátil

El total negociado al mes de agosto en la bolsa de valores registró una disminución acumulada de 38,1%. Este resultado se explica por la disminución de las operaciones acumuladas en el mercado secundario (44,0%) y en el mercado primario (30,6%). Por otro lado, del total negociado durante el año, 59,2% correspondió a transacciones en el mercado primario y 40,8% al mercado secundario (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. En agosto, del total de transacciones, la distribución es la siguiente: bonos públicos (60%), bonos corporativos (19%), acciones (12%), bonos subordinados (7%), títulos de crédito (1%) y bonos financieros (1%).

En agosto la tasa de interés promedio ponderado pactada en la bolsa de valores se ubicó en 8,8% para las operaciones en moneda nacional y 8,3% para aquellas en moneda extranjera.

Tipo de cambio

Entre finales del tercer trimestre y finales del segundo el guaraní se depreció 2,0% con respecto al dólar. Lo mismo sucedió con el sol peruano que se depreció en 0,4% y con el peso uruguayo que se depreció en 1,9%. En tanto que otras monedas de la región como el real brasilero, el peso chileno y el peso colombiano mostraron un comportamiento diferente en comparación al guaraní, debido a que las mismas se apreciaron 4,4%, 3,7% y 3,5% respectivamente, en el mismo periodo de referencia (gráfico II.8).

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció en 0,9%, en términos interanuales, en agosto de 2017. Los factores que explicaron la misma, fueron la depreciación del guaraní y la inflación de los socios comerciales (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

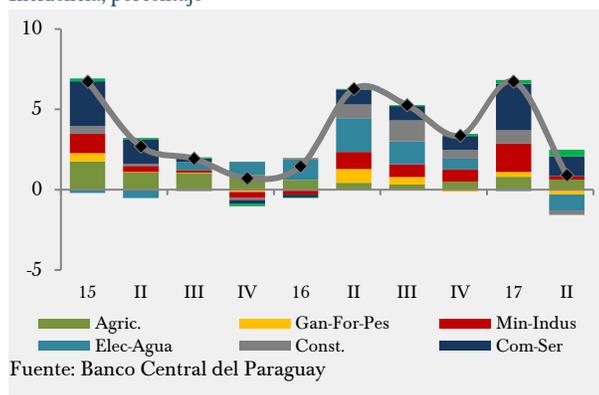
Sectores	Peso 2016	2016				2017	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura	18,7	2,8	2,2	2,2	2,7	3,7	3,4
Gan., for. y pesca	6,5	-1,1	14,3	5,6	-1,8	5,3	-4,9
Industria y minería	10,8	-2,3	10,8	7,0	7,0	17,0	2,2
Electricidad y agua	11,5	11,9	20,0	13,2	6,4	-0,7	-8,3
Construcción	4,2	2,7	23,0	33,6	14,7	22,7	-6,8
Servicios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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Peso 2016	2016				2017	
		I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna	91,0	-0,9	1,5	2,0	6,0	7,2	4,3
Consumo hogares	61,7	1,2	1,7	1,5	2,5	3,5	4,1
Consumo gobierno	8,8	-0,6	-4,0	-5,4	-1,4	-2,9	4,0
Formación Bruta de Capital	20,6	-8,2	3,7	6,6	19,6	26,4	5,0
Exportaciones	56,2	0,0	5,7	5,3	0,0	8,4	-1,5
Importaciones	47,2	-4,8	-3,0	-0,7	5,0	9,8	4,3
PIB Total	100	1,5	6,3	5,3	3,4	6,7	0,9

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La actividad económica mostró una menor expansión en el segundo trimestre, en gran parte afectada por las condiciones climáticas adversas experimentadas en este periodo. No obstante, la demanda interna siguió con un buen dinamismo (principalmente el consumo privado) que contrarrestó la contribución negativa de las exportaciones netas.

En el segundo trimestre, el PIB registró un crecimiento de 0,9% en términos interanuales (6,7% en el trimestre previo), explicado fundamentalmente por la expansión del sector servicios y en menor medida de la industria y la agricultura. Dichas contribuciones positivas fueron atenuadas por las caídas del sector de la construcción, ganadería y electricidad y agua. Con este resultado, la tasa acumulada al primer semestre se situó en 3,9%.

El sector agrícola presentó un crecimiento interanual del 3,4%, resultado que obedece, como ya se señalara en el informe anterior, principalmente a los niveles récords de producción de la soja complementada con otros cultivos como el arroz, el poroto y el tabaco. Con respecto al maíz, otro rubro agrícola importante, se estima un crecimiento marginal, debido al aumento en el rendimiento, ya que la superficie cultivada se redujo ligeramente. Al cierre del primer semestre, el sector acumula un crecimiento de 3,5%.

El sector de la ganadería, forestal y pesca registró una caída interanual de -4,9% (crecimiento de 5,3% en el trimestre anterior), resultado negativo que se debió, en gran medida, al efecto de factores climáticos, que incidieron en el menor volumen de faenamiento de ganado bovino destinado a la exportación. Con tasa negativa, el sector acumula una baja de -0,1% en el primer semestre del año.

Por su parte, el sector de electricidad y agua (que incluye la producción de las binacionales) registró una caída interanual de -8,3%. Este resultado se debió principalmente a la disminución en la generación de energía eléctrica de las binacionales, cuyo efecto no pudo ser compensado por el crecimiento en la distribución de electricidad y agua. Se debe hacer notar nuevamente la presencia de un efecto base significativo debido a los niveles récords de producción de

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

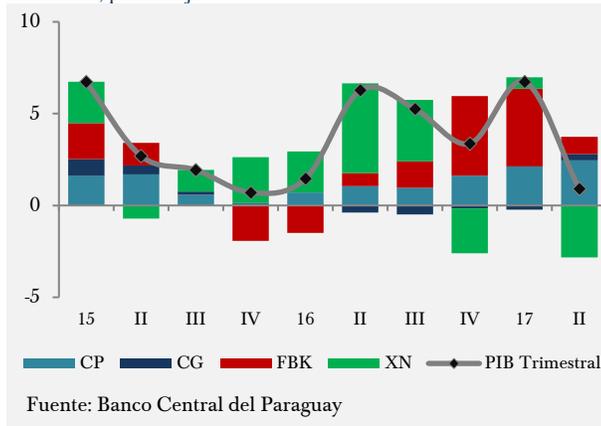


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

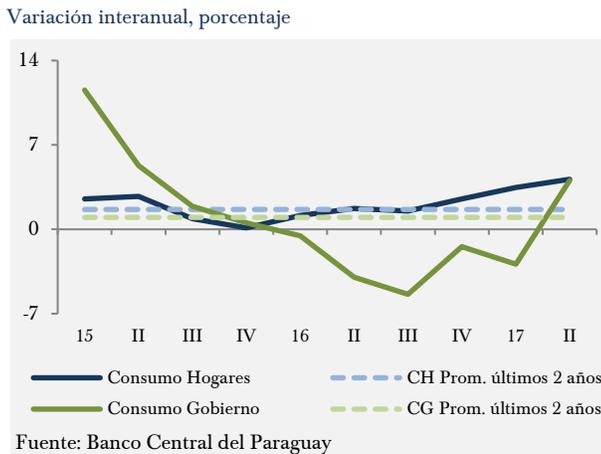
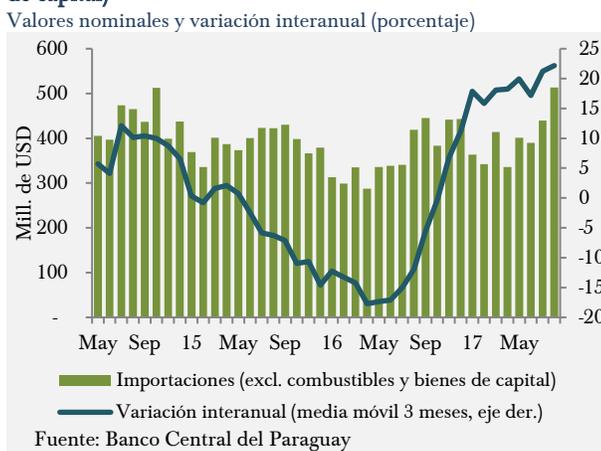


Gráfico III.4
Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)
Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



energía eléctrica logrados por las binacionales en el mismo periodo del año pasado, lo que condicionó fuertemente el resultado en el trimestre actual y que seguirá siendo relevante en los próximos periodos.

La industria manufacturera presentó un aumento interanual de 2,2% (17,0% en el trimestre anterior) y una variación acumulada importante de 9,7% en el primer semestre. La producción de bebidas y tabacos, papel, químicos, molinería y panadería, metálicos, textiles y prendas de vestir fueron los principales motores del crecimiento del sector en el segundo trimestre. Estos resultados positivos fueron aminorados por los menores niveles de producción de los sectores de la carne, aceites, azúcar, cueros y calzados, la fabricación de minerales no metálicos (relacionadas con las construcciones) y madera.

El sector de la construcción registró una variación interanual de -6,8% en el segundo trimestre, si bien la tasa acumulada al segundo semestre sigue siendo positiva (6,8%). En este sector, las condiciones climáticas adversas también incidieron de manera significativa en los resultados del segundo trimestre. Al respecto, se ha observado un menor dinamismo en las obras civiles y la inversión física del gobierno.

Por su parte, los servicios han verificado un crecimiento interanual de 2,9% en el segundo trimestre del 2017. Este desempeño sigue siendo explicado primordialmente por los buenos resultados observados en la actividad comercial. Además del comercio, otras actividades de servicios han mostrado una expansión, tales como el transporte, los servicios a las empresas, servicios a los hogares, hoteles y restaurantes (tabla III.1). Al cierre del primer semestre, el sector acumula un crecimiento de 5,0%.

Por el lado del gasto, el impulso positivo del PIB se explicó nuevamente por la demanda interna (incremento interanual de 4,3%), principalmente por el aporte del consumo privado, y en menor medida de las inversiones. No obstante, dichos resultados fueron atenuados por la caída de las exportaciones netas.

Entre los principales componentes de la demanda interna, se han verificado aumentos de 4,1% en el consumo total y de 5,0% en la formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales.

Gráfico III.5
Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

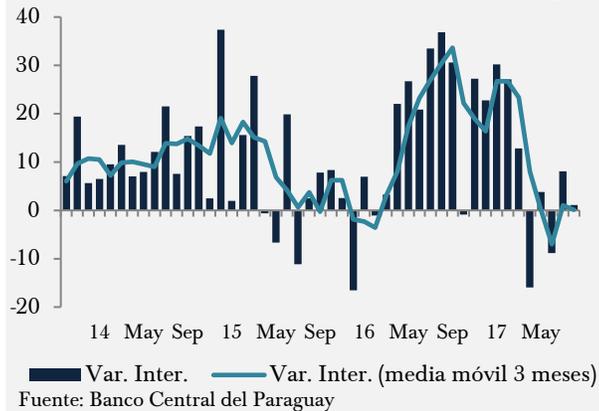


Gráfico III.6
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Gráfico III.7
Compras y transacciones con tarjetas de crédito

Variación interanual (porcentaje)



Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones interanuales positivas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual de 4,1%, impulsado por la recuperación de las compras de los bienes durables (equipamientos del hogar, vehículos, entre otros), vestimenta, alimentos, bebidas y tabaco. Estos resultados se encuentran en línea con el sostenido aumento de las importaciones de bienes para consumo interno y la reactivación, en parte, de las promociones de compras con tarjetas de créditos. A su vez, el consumo público muestra un crecimiento interanual del 4,0%, luego de cinco trimestres de caídas consecutivas.

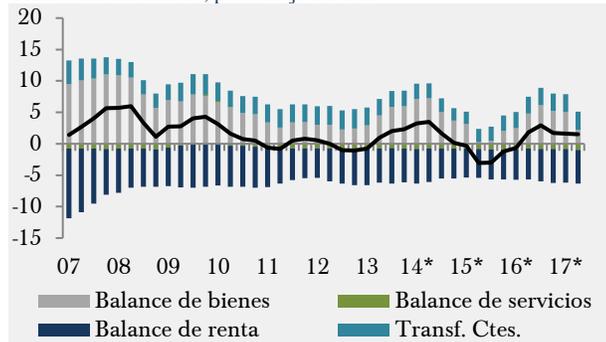
Dentro de la FBK se observaron aumentos de la inversión en maquinarias y equipos, así como también en la inversión física del gobierno. No obstante, este dinamismo se vio afectado por la reducción de las construcciones privadas debido a factores climáticos adversos registrados durante el período de referencia.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron una reducción interanual de -1,5%, mientras que las importaciones de bienes y servicios crecieron 4,3%, manteniendo ésta trayectoria por tercer trimestre consecutivo.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el trimestre, con 3,7 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, contribuyendo el consumo total con 2,8 p.p. y la FBK con 0,9 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas incidieron negativamente con -2,8 p.p.

De acuerdo a los indicadores adelantados, la actividad económica mostraría un mejor desempeño en el tercer trimestre, como así también la demanda interna continuaría con la buena dinámica que ha venido mostrando durante el año.

Gráfico III.8
Cuenta Corriente: Componentes y Saldo
Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



(*) Cifras preliminares
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2015 *	2016 *	2017 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	-301,4	414,5	48,6
Balanza Comercial	581,0	1.366,5	1.009,3
Exportaciones	10.897,8	11.155,4	11.902,2
Importaciones	-10.316,8	-9.788,8	-10.892,9
Servicios	-244,0	-221,1	-290,7
Renta	-1.310,7	-1.506,4	-1.499,7
Transferencia Corriente	672,2	775,5	829,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,1	1,5	0,2

(*) Cifras preliminares
(f) Proyección
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Cuenta Corriente

Teniendo en cuenta la actualización de los datos de inversión extranjera directa, el saldo de renta experimentó un pequeño ajuste, con lo cual el saldo en cuenta corriente para el 2015 se situó en USD -301,4 millones, que representa -1,1% del PIB (-1,0% en el informe anterior). Por su parte, para el año 2016 el saldo de la cuenta corriente cerró en USD 414,5 millones (1,5% del PIB, versus el 1,7% del IPoM anterior).

Por otro lado, las estimaciones de crecimiento para las exportaciones del año 2017 fueron corregidas al alza, pasando de 4,6% al 6,7% respectivamente. Esta revisión se sustenta fundamentalmente por el dinamismo que experimentan las reexportaciones, el incremento de los envíos de semilla de soja, y una recuperación de los ingresos por exportación de carne.

Para las importaciones, las cifras acumuladas a setiembre dan cuenta de un crecimiento sostenido, por lo que las estimaciones también fueron corregidas al alza del 6,3% al 11,3%. Los incrementos se observan en todos los tipos de bienes (consumo, intermedios y de capital). Adicionalmente, se destaca el buen comportamiento de las importaciones bajo el régimen de turismo.

Con esto, las estimaciones incluyendo los demás componentes de la cuenta corriente dan como resultado un superávit en de USD 48,6 millones (0,2% del PIB), menor a lo previsto en el IPoM anterior (1,2% del PIB) (tabla III.3).

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

	Setiembre 2016	Setiembre 2017	Variación (%)
Ingreso total recaudado	20.677	22.348	8,1
Ingresos tributarios	14.441	16.091	11,4
Otros ingresos	6.235	6.257	0,3
Gasto total obligado	18.610	19.633	5,5
Remuneración a los empleados	9.112	9.517	4,4
Uso de bienes y Servicios	1.702	1.807	6,1
Prestaciones Sociales	2.866	3.179	10,9
Otros Gastos	4.930	5.131	4,1
Adquisición Neta de Activos No Financieros	2.878	3.538	22,9
Balance Operativo	2.067	2.715	
Préstamo neto/Endeudamiento neto	-811	-823	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.9
Inversión física de la Administración Central
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Finanzas públicas

Desde el último IPoM se ha verificado un aumento de los ingresos fiscales, principalmente de los ingresos tributarios, al tiempo que el gasto fiscal mantuvo una tasa de crecimiento similar.

El ingreso total recaudado a setiembre ascendió a 22,3 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 8,1% con respecto al mismo periodo del año anterior. Esta variación se explica, especialmente, por el incremento de los Ingresos tributarios cuya incidencia en el total recaudado fue de 8 puntos porcentuales y en los cuales la recuperación de los ingresos procedentes del comercio exterior fue importante. Por su parte, los ingresos no tributarios, que incluyen los ingresos provenientes de las Regalías y Compensaciones de Itaipú y Yacyretá, tuvieron una incidencia marginal (0,1 p.p.) en el crecimiento del ingreso total (Tabla III.4).

El gasto total obligado a setiembre totalizó 19,6 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 5,5% respecto al acumulado a setiembre de 2016. Con relación al gasto en remuneración a empleados, se observa un incremento interanual de 4,4%, cifra inferior respecto del promedio observado en los últimos 10 años (12,0%)³.

La Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un crecimiento acumulado de 22,9% al mes de setiembre (gráfico III.9), por debajo del aumento observado en igual periodo de 2016 (25,9%).

Finalmente, el déficit fiscal (Préstamo o Endeudamiento neto) de la Administración Central fue 823 miles de millones de guaraníes a setiembre (0,5% del PIB). Dicho resultado anualizado equivale al 1,3% del PIB lo cual está en línea con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

³ Promedio del crecimiento interanual correspondiente al periodo enero 2008 – setiembre 2017.

Gráfico III.10
Indicadores de inflación
Porcentaje

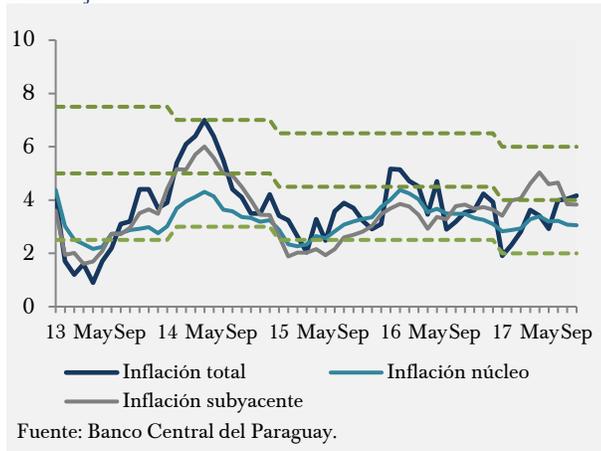


Gráfico III.11
Inflación mensual
Media móvil tres meses, porcentaje

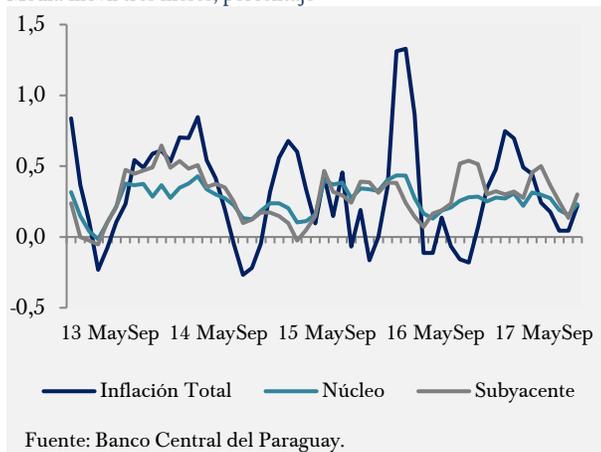
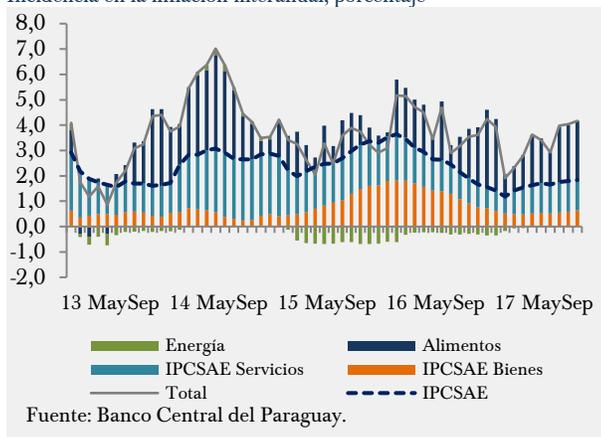


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Evolución de los precios

Desde la última publicación del IPoM, la inflación total interanual se ha incrementado, ubicándose en niveles cercanos a la meta del 4%. Este resultado se explicó principalmente por aumentos en los precios de algunos productos alimenticios, servicios y bienes durables, éstos últimos afectados por la ligera depreciación del tipo de cambio en el periodo de referencia. No obstante, tanto la inflación subyacente como la inflación núcleo han revertido la trayectoria ascendente que mostraron en el segundo trimestre.

En el mes de setiembre, la inflación total registró una variación interanual del 4,2%, mayor al 2,9% observado en junio del corriente año. El promedio del tercer trimestre del 2017 se situó en 4,1%, superior al 3,3% verificado en el segundo trimestre del 2017, y también mayor al promedio del 3,2% observado en el tercer trimestre del año pasado.

El incremento de la inflación en el tercer trimestre se explicó principalmente por el aumento de los precios de los rubros volátiles, que hasta el segundo trimestre mostraron tasas interanuales negativas. Por otra parte, si bien los precios de la carne, los productos lácteos y el azúcar siguieron aumentando, las tasas de variación se moderaron en el tercer trimestre, que fue justamente lo que se reflejó en las medidas subyacentes. Adicionalmente, se observaron subas de precios de algunos servicios y de los bienes duraderos de la canasta.

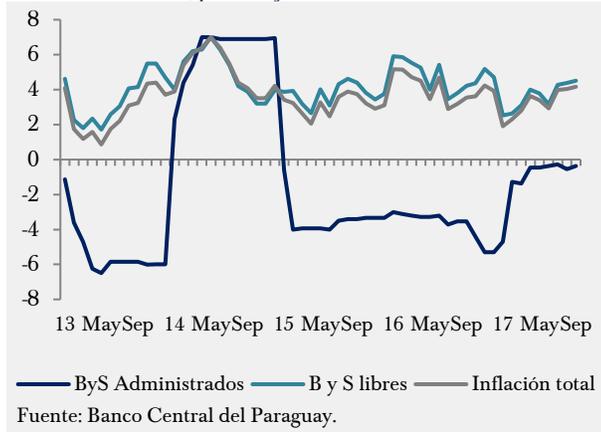
Por otro lado, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 4,1% y 4,7%, menores a las registradas en el segundo trimestre del año 2017 (4,7%, 5,5%, respectivamente). Asimismo, la inflación núcleo se redujo, promediando una tasa interanual del 3,1% (3,3% segundo trimestre del 2017) (gráfico III.10).

En términos mensuales, la inflación promedio entre julio y setiembre del corriente fue 0,2%, similar al observado entre abril y junio del 2017, pero superior a lo registrado en el tercer trimestre del año pasado (-0,2%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas del 0,2% y 0,3% respectivamente, en tanto las registradas entre abril y junio

Gráfico III.13

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



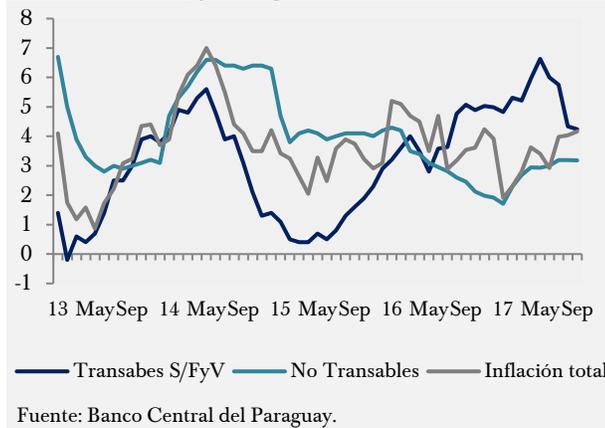
de 2017 fueron de 0,3% y 0,4% respectivamente para ambos indicadores (gráfico III.11).

Por su parte, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual de 3% en el tercer trimestre, mayor al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,8%. El comportamiento está explicado por el incremento observado en el IPCSAE servicios, cuya tasa de variación interanual en promedio se incrementó de 3,2% (en el segundo trimestre del año) a 3,4% en el periodo julio-setiembre. Esto como consecuencia de la suba de precios del seguro médico, alquileres, servicio doméstico, gasto de salud, entre los más importantes (gráfico III.11) (gráfico III.12).

Gráfico III.14

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



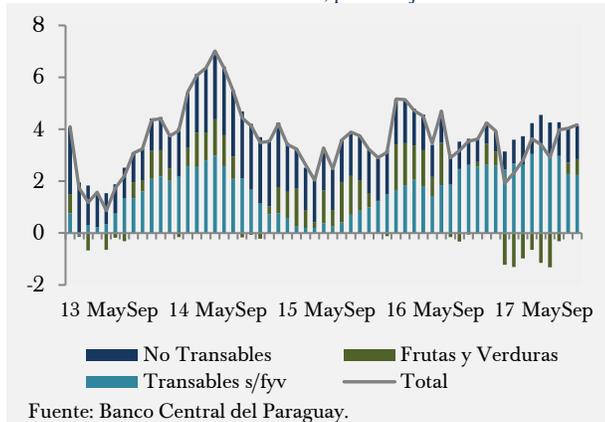
Con respecto de los bienes administrados, estos registraron una variación interanual promedio de -0,4%, igual a la observada entre los meses de abril y junio. En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 4,4% (3,6% en el segundo trimestre del 2017) (gráfico III.13).

Asimismo, entre los bienes no transables, se destacan los incrementos de precios en seguros, alquileres, gastos de salud, servicio doméstico, entre los destacados (gráfico III.14) (gráfico III.15).

Gráfico III.15

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



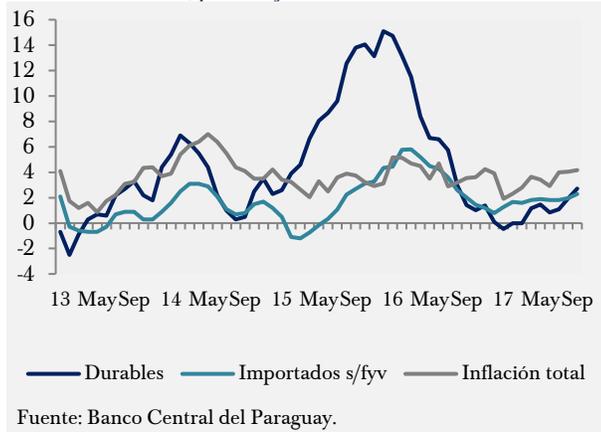
Igualmente, en el tercer trimestre, los precios de bienes duraderos, observaron una suba durante el periodo, especialmente en aquellos de origen importado, comportamiento atribuido principalmente a la depreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano registrado en el tercer trimestre (gráfico III.16).

Con relación a los bienes derivados del petróleo, durante el tercer trimestre registraron leves disminuciones de precios, específicamente las naftas, debido a una menor cotización del crudo observado durante el periodo.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 23,3%, inferior al promedio observado en el segundo trimestre del año 2017 que fue de 28,8%, y también menor al promedio histórico de 29,7% (gráfico III.17).

Con relación al Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), entre mayo y agosto, se redujo 3,3%,

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



explicado principalmente por la disminución de los precios de los commodities agrícolas (maíz, trigo, arroz, carne, entre otros) (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de setiembre, se ubican en 4% para el cierre del año 2017. Asimismo, para los próximos 12 meses como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

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

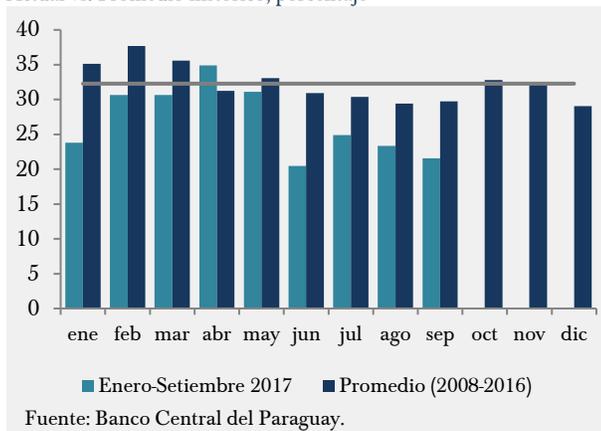


Gráfico III.18
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

A nivel global se percibe cierto optimismo en el crecimiento económico de los países, luego del mejor desempeño que mostraron los indicadores de actividad económica en los últimos meses. En consecuencia, las perspectivas son más favorables para 2017 y 2018 respecto a lo presentado en el IPoM anterior; no obstante, se mantienen algunos riesgos a la baja por la incertidumbre política en algunas economías.

Las previsiones de crecimiento mundial se mantienen en 3,4% y 3,5% para los años 2017 y 2018 respectivamente como en el mes de junio (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones se mantienen en 2,2% y 2,3% para los años 2017 y 2018 respectivamente como en el IPoM anterior. Las perspectivas para la Eurozona son corregidas hacia arriba de 1,9% a 2,1% en 2017 y marginalmente a 1,8% en 2018.

Las estimaciones para China presentan revisiones marginales al alza para 2017 y 2018, con lo que la tasa de crecimiento del PIB pasaría a 6,7% en 2017 y a 6,4% en 2018.

Con respecto a las economías de la región, Brasil presenta mejores perspectivas de crecimiento para 2017 y 2018 respecto del IPoM anterior. Así, para el presente año se estima una variación anual de 0,7% (0,5% en junio) mientras que, para el próximo año, la estimación se ubica en 2,4%, es decir 0,3 p.p. por encima de lo previsto en el informe anterior. Por su parte, Argentina mantiene su crecimiento estimado en 2,8% para este año y presenta una revisión marginal al alza en su proyección de crecimiento para el 2018, de 3,0% a 3,1% para el 2018. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los socios comerciales están por encima de las previstas en el IPoM anterior (tabla IV.1).

Respecto a la inflación, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona se prevén menores tasas de inflación respecto a las previstas en el IPoM de junio. Al respecto, en Estados Unidos se espera que este año se ubique en 2,0% (2,1% IPoM anterior) y en 2018 se mantenga en torno a dicho nivel (2,0% anual). En la Eurozona, la inflación ascendería a 1,5% anual

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

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

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

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

	2015	2016	2017 (f)
PIB	3,0	4,0	4,2
Demanda Interna	1,7	2,3	5,4
Formación bruta de capital	1,2	6,4	11,5
Formación bruta de capital fijo	2,2	7,9	11,5
Consumo total	1,9	1,2	3,6
Consumo privado	1,5	1,7	3,9
Consumo público	4,3	-2,8	1,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,3	2,7	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-4,0	-0,7	7,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,1	1,5	0,2
FBKF (% del PIB nominal)	16,4	17,7	19,0
FBKF (% del PIB real)	18,7	19,4	20,7

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

en 2017 al igual que en el IPoM anterior y se ubicaría en 1,3% en 2018 (1,4% IPoM de junio).

En la región, nuevamente se redujeron las expectativas de inflación para Brasil. Así, la inflación esperada es de 3,2% anual en el 2017 y 4,1% en 2018 (3,7% y 4,3% respectivamente en el IPoM anterior). En contraste, las estimaciones para Argentina fueron corregidas de nuevo al alza en 2017 e indican se ubicaría en 22,5% (21,7% IPoM de junio); para el próximo año, se prevé un menor nivel de inflación en torno a 15,5% (15,7% IPoM anterior).

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 1,0% en promedio en 2017, levemente por debajo de lo previsto en el IPoM anterior (1,025% anual). En 2018, el rendimiento estimado también fue corregido ligeramente a la baja tal que alcanzaría en promedio 1,625% (1,7% IPoM junio). No obstante, tanto para 2017 y 2018 se prevé una tendencia gradual ascendente, aunque en menor medida respecto a lo previsto en junio.

En el ámbito doméstico, la proyección de crecimiento se mantuvo en 4,2%, aunque se realizaron algunos cambios a nivel sectorial, teniendo en cuenta la evolución reciente de los indicadores de corto plazo y el escenario más probable para lo que resta del año. Por una parte, se corrigieron al alza las estimaciones de crecimiento de la agricultura, la industria manufacturera y el comercio. Sin embargo, se revisaron a la baja las cifras de expansión de la ganadería y las construcciones, sectores que fueron afectados fuertemente por fenómenos climáticos durante el segundo trimestre. Asimismo, se corrigió a la baja (mayor caída) la producción de energía eléctrica de las binacionales. Por el lado del gasto, las tasas de crecimiento para el consumo y la inversión se mantuvieron similares a las del informe anterior, mientras que la demanda externa neta se revisó a la baja, principalmente por un ajuste positivo mayor en las importaciones con respecto al de las exportaciones. En líneas generales, el crecimiento del 2017 estará explicado en gran medida por comercio, otros servicios e industria

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

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

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

(f) Proyección

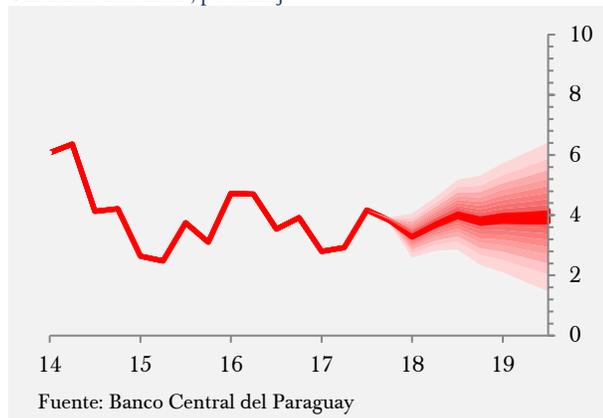
(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación

Variación interanual, porcentaje



(oferta) y por consumo e inversión (gasto) (tablas IV.2 y IV.3).

En cuanto a la inflación total, en el escenario base, la proyección para el mes de diciembre de 2017 se incrementó de 3,5% (IPoM de junio) a 3,8% en este informe. Este resultado se debe fundamentalmente al incremento, mayor al previsto para el tercer trimestre, de los precios de los rubros volátiles de la canasta. Por otro lado, la proyección de la inflación subyacente para diciembre se redujo de 3,6% a 3,4%, entre otros factores, explicado por la realización de un nivel de tipo de cambio menor al estimado para el tercer trimestre, lo que a su vez condiciona el nivel esperado para el cuarto trimestre, como así también por una brecha positiva del producto menor a la estimada anteriormente. Posteriormente, conforme al escenario previsto para las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación convergerá gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el tercer trimestre del 2019 (gráficos IV.1 y IV.5).

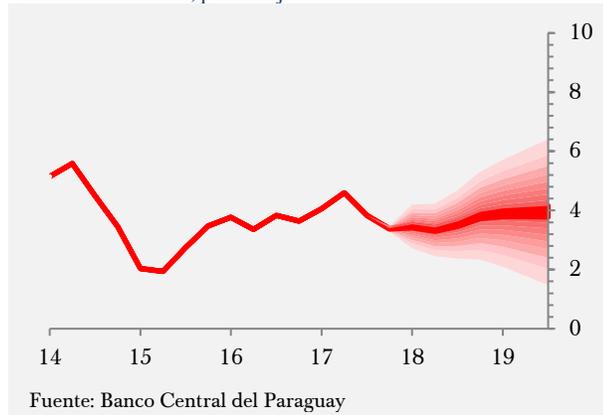
Escenarios de Riesgo

El escenario base muestra aquellos sucesos imprevistos con una alta probabilidad de ocurrencia. No obstante, existen otros riesgos que podrían desviar a la inflación doméstica de su trayectoria esperada.

En el plano internacional, el panorama para la economía global sigue mejorando y no se avizoran riesgos de volatilidades significativas en el corto plazo, aun teniendo en cuenta los planes de la Fed de continuar con el proceso de normalización de su política monetaria, ya sea mediante el incremento de tasas de interés y/o la reducción de su hoja de balance. No obstante, una consolidación más rápida de la recuperación de Estados Unidos y/o una aceleración de la inflación (y sus expectativas) podría generar una mayor incertidumbre respecto del ritmo de ajuste del aumento de tasas, lo cual podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros, depreciar las monedas y aumentar el costo del fondeo externo de las economías emergentes, entre ellas, Paraguay.

En la zona euro, la actividad económica y el mercado laboral han seguido fortaleciéndose. Por un lado, los resultados de las elecciones en Alemania han contribuido a moderar los riesgos políticos en la zona. Sin embargo, otros

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



riesgos han surgido, derivados principalmente de movimientos independentistas en España. Adicionalmente, persiste la incertidumbre en torno a las negociaciones del *Brexit*. Un debilitamiento económico del bloque afectaría desfavorablemente la dinámica de crecimiento global, pudiendo a su vez tener implicancias sobre los socios comerciales de Paraguay.

En China, las estimaciones de crecimiento se han revisado al alza, dado el buen desempeño en los últimos meses. No obstante, persiste el riesgo de una desaceleración brusca en el mediano plazo si no se adoptan reformas en cuanto al saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas públicas. Asimismo, otro factor de riesgo es el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia consumo y servicios, lo cual en cierta medida podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* (alimentos principalmente) a nivel internacional.

En cuanto a la región, la economía brasileña ha mostrado señales relativamente más claras de una recuperación, aunque persiste cierta incertidumbre en torno a la concreción de algunas de las reformas planificadas por el gobierno. En la medida que esta recuperación se afiance, el comercio bilateral entre Paraguay y Brasil podría seguir mejorando, especialmente el comercio de frontera. Por otro lado, si bien Argentina muestra también indicios de recuperación de su actividad, la inflación se mantiene relativamente elevada y persiste la necesidad de un ajuste fiscal importante. En la medida que continúen estos altos niveles de inflación y el tipo de cambio nominal bilateral se mantenga estable, el importante flujo comercial de argentinos en las ciudades fronterizas de Paraguay podría seguir observándose en los siguientes meses.

En el ámbito doméstico, el principal factor de riesgo es la evolución del tipo de cambio. Como se ha mencionado, hasta el momento los riesgos parecen estar equilibrados, sin embargo, esto dependerá en gran medida de los nuevos datos económicos de Estados Unidos en los próximos meses y de la manera que esta información sea internalizada por los mercados financieros. Aun así, en el caso que se diera, el fortalecimiento del dólar sería un fenómeno global, afectando no sólo a Paraguay, sino también a los socios



comerciales, con lo cual el efecto sobre el tipo de cambio real podría ser menor.

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

Recuadro I: Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio

El objetivo final de este recuadro es poner a conocimiento de los agentes económicos y al público en general una referencia sobre los métodos empleados por la autoridad monetaria para estimar la brecha (o desalineamiento) del tipo de cambio real respecto a su valor de equilibrio de largo plazo.

Introducción

En el ámbito monetario, la brecha del tipo de cambio real respecto a su valor de equilibrio de largo plazo constituye una de las variables fundamentales tenidas en cuenta para la toma de decisiones de política, debido al importante rol que esta desempeña en el marco de un esquema de metas de inflación y al impacto que esta tiene sobre las condiciones de competitividad, estabilidad financiera, cambiaria y de precios de la economía en su conjunto (Caputo & Núñez, 2008).

En efecto, dicha brecha está dada por la diferencia entre el tipo de cambio real (TCR) observado y su respectivo valor de equilibrio de largo plazo (TCRE). El primero, es obtenido mediante el uso de indicadores de niveles de precios y de cotización cambiaria de la moneda local respecto a la de otras economías externas y, es por ello que, se dice ser observable⁵. En tanto que, el segundo es una variable no observable, es decir, no existen registros o indicadores sobre el mismo, por lo que debe ser estimado mediante métodos estadísticos y/o econométricos.

Aspectos metodológicos

En el caso del Banco Central del Paraguay, los métodos de estimación empleados para aproximar el TCRE se enmarcan bajo el llamado enfoque del Comportamiento del Tipo de Cambio de Equilibrio (BEER, por sus siglas en inglés), introducido por Clark & MacDonald (1999). El mismo consiste en realizar estimaciones directas de las relaciones y variables teóricas fundamentales que definen y determinan la trayectoria del TCR en un periodo de tiempo dado. En

concreto, se estima la forma reducida del modelo BEER dada por la siguiente ecuación:

$$TCR_t = \beta_1 Z_{1t} + \beta_2 Z_{2t} + \tau T_t + \epsilon_t$$

Donde, Z_1 es un vector de fundamentos con efectos persistentes sobre el TCR en el largo plazo, Z_2 es un vector de fundamentos que ejerce influencia sobre el TCR en el mediano plazo y, T_t es un vector de variables que afectan al TCR en el corto plazo (choques temporales que no afectan el valor de equilibrio). Mientras que β_1 , β_2 y τ son vectores de coeficientes de la forma reducida y ϵ_t es el error aleatorio.

Finalmente, se determina el desalineamiento total del TCR en relación a su valor de equilibrio:

$$TM_t = TCR_t - TCRE_t = TCR_t - \hat{\beta}_1 Z_{1t} - \hat{\beta}_2 Z_{2t}.$$

En particular, las variables utilizadas como aproximaciones explicativas de la conducta del TCR de Paraguay forman parte de aquellas identificadas popularmente en la literatura económica global (Hinkle, 1999) y, más aún, en la regional (Caputo & Núñez, 2008; Carrera, 2008; Bello, Heresi, & Pineda Salazar, 2010).

Al respecto, la variable considerada como TCR corresponde al índice de tipo de cambio real de socios comerciales, el cual, es calculado mensualmente a partir de la cotización de las monedas extranjeras por dólar estadounidense, ponderada por la relación entre los índices de precios de productores (externos y el doméstico) y, por la participación de comercio internacional mantenida por la economía local con las externas.

Entre los fundamentos considerados para las estimaciones del TCRE, se encuentran, por un lado, sus determinantes de apreciación: los términos de intercambio, la productividad doméstica en relación a la de socios comerciales, el gasto público como proporción del producto interno bruto (PIB) y la tasa de interés real. Por otra parte, entre los determinantes de

⁵ La relación teórica por Paridad del Poder Adquisitivo que define al TCR viene dada por: $q_t = \frac{e_t P_t}{\bar{P}_t}$, donde q_t es el TCR, e_t es el tipo de cambio nominal PYG/USD, \bar{P}_t es el nivel de precios de la economía extranjera y P_t es el nivel de precios doméstico.

depreciación se encuentran: la apertura comercial y, de impacto ambiguo, la renta de inversión⁶.

Por medio de la aplicación de un *pool* de filtros univariados y la estimación de relaciones teóricas se logran aproximar series del TCRE, las cuales se contrastan con el TCR observado a fin de obtener la brecha o desalineamiento promedio que la economía posee respecto a su TCRE.

Los filtros empleados corresponden al de Hodrick & Prescott (1997), Stock & Watson (1999) y Kalman (1960), mientras que los modelos de la metodología BEER (descrita anteriormente) han sido estimados empleando la técnica de cointegración propuesta por Saikkonen (1992) y Stock & Watson (1993). Las especificaciones teóricas de modelos estimados mediante dicha metodología, se hallan detalladas en la Tabla I.

Tabla I

Especificaciones teóricas de los Modelos BEER estimados

Variables dependientes	Modelo BEER		
	1	2	3
Tasa real de interés	x	x	x
Términos de intercambio	x	x	x
Rentas de inversión a PIB	x		x
Productividad relativa	x	x	
Gasto del gobierno a PIB	x		
Apertura comercial		x	x
Variación porcentual nominal del PYG contra el USD	x	x	x
Variación porcentual nominal del PYG contra la moneda de socios comerciales	x	x	
Variable de tendencia	x		
Variables ficticias	x	x	x

Fuente: estimaciones del plantel técnico del Banco Central del Paraguay.

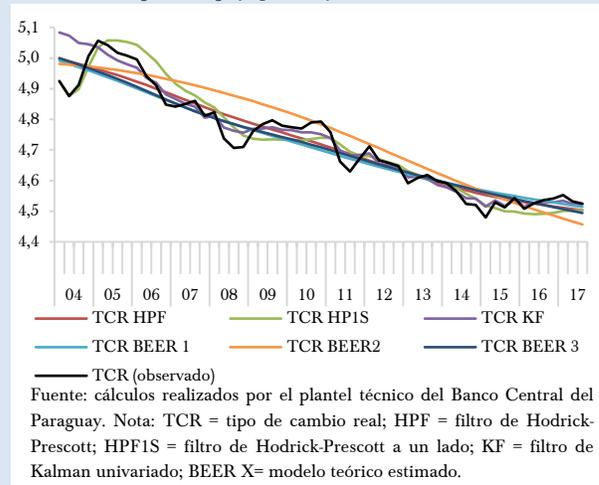
Resultados

Los resultados obtenidos permiten apreciar desempeños similares entre los diferentes enfoques metodológicos aplicados. Es decir, los mismos poseen un alto grado de concordancia al momento de indicar los desalineamientos respecto al TCRE.

En términos económicos, se verifica que desde el año 2004 hasta finales del 2014, el TCR ha mostrado una tendencia de apreciación pronunciada, como resultado de una mejora de los términos de intercambio, incremento de la productividad de la economía, expansión del gasto fiscal en relación al tamaño de la economía, una tasa de interés real mayor y debilitamiento de las variables de presión a la depreciación (menor dinámica en la apertura comercial y rentas de inversión). Además, tras la crisis financiera del año 2008, se adiciona el impacto de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos, cuya consecuencia deriva en un proceso de mayor depreciación, en términos nominales, de las monedas de los socios comerciales de Paraguay con respecto a la depreciación del guaraní (Gráfico I).

Gráfico I

Estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio vs. el observado
Periodo 2004Q1-2017Q3 (logaritmo)



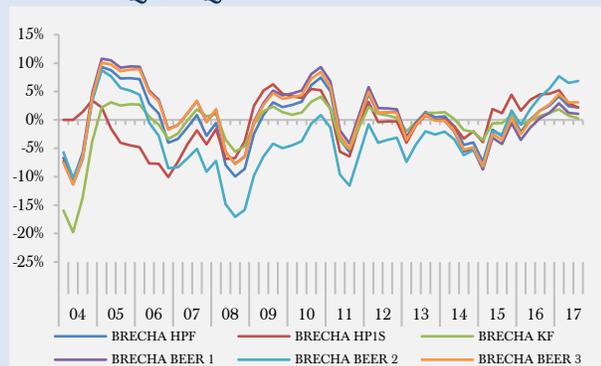
⁶ De manera particular, las relaciones observadas empíricamente para esta variable han mostrado tener un efecto de depreciación en el TCR. Por otra parte, también se han testeado otros fundamentos pero que no han resultado ser significativos en el periodo de análisis. Tal caso, corresponde a los activos externos netos, inversión extranjera directa y a la posición internacional de inversión neta.

Lo mencionado recientemente, se corresponde con periodos más prolongados y de mayor nivel de apreciación del TCR de Paraguay (mediados de 2006 – inicios de 2016). Sin embargo, tras el cese del efecto de los estímulos de la economía norteamericana y su incursión hacia la segunda etapa de la normalización de su política monetaria, desde fines del año pasado se ha venido observando un TCR doméstico depreciado (Gráfico II).

Gráfico II

Estimaciones de brechas de tipo de cambio real

Periodo 2004Q1-2017Q3



Fuente: cálculos realizados por el plantel técnico del Banco Central del Paraguay.
Nota: BRECHA = TCR observado - TCRE; HPF = filtro de Hodrick-Prescott; HPF1S = filtro de Hodrick-Prescott a un lado; KF = filtro de Kalman univariado; BEER X= modelo teórico estimado.

Reflexiones finales

El desvío o desalineamiento del tipo de cambio real respecto a su valor de equilibrio ocupa uno de los lugares centrales en la mesa de discusión de la autoridad monetaria ya que, su revisión permanente contribuye a mejorar el proceso de proyección de la inflación y de las principales variables macroeconómicas. Asimismo, ayuda a anticipar y prevenir eventuales trayectorias de desequilibrio con consecuencias directas sobre las cotizaciones cambiarias, la inflación, la competitividad de la economía y el equilibrio de las cuentas externas.

En ese sentido, los enfoques metodológicos aquí aplicados (filtros univariados y modelos con fundamentos teóricos) para cuantificar el desvío del tipo de cambio real de equilibrio respecto a su valor de equilibrio de largo plazo, han mostrado un desempeño similar al indicado en la literatura y han permitido verificar una depreciación gradual y moderada que ha tenido inicio a mediados del año 2016.

Referencias

- Bello, O., Heresi, R., & Pineda Salazar, R. (2010). *El tipo de cambio real de equilibrio: un estudio para 17 países de América Latina*. CEPAL.
- Caputo, R., & Núñez, M. (2008). *Equilibrium Real Exchange Rate in Chile: Alternative Approaches* (Vol. 11).
- Carrera, J. E. (2008). Tipo de cambio real de equilibrio como variable no observable. En *Investigación Conjunta-Joint Research* (Vol. 1, pp. 223-243). Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA.
- Clark, P. B., & MacDonald, R. (1999). Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of Beers and Feers. En *Equilibrium Exchange Rates* (pp. 285-322). Springer, Dordrecht.
- Hinkle, L. E. (1999). *Exchange rate misalignment: concepts and measurement for developing countries* (No. 23242) (pp. 1-0). The World Bank.
- Hodrick, R. J., & Prescott, E. C. (1997). Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), 1-16.
- Kalman, R. E. (1960). A New Approach to Linear Filtering and Prediction Problems. *Journal of Basic Engineering*, 82(1), 35-45.
- Saikkonen, P. (1992). Estimation and Testing of Cointegrated Systems by an Autoregressive Approximation. *Econometric Theory*, 8(1), 1-27.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (1993). A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems. *Econometrica*, 61(4), 783-820.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (1999). Forecasting inflation. *Journal of Monetary Economics*, 44(2), 293-335. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(99\)00027-6](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(99)00027-6)

Recuadro II: Evaluación de las medidas de tendencia de la inflación

Introducción

El Banco Central del Paraguay (BCP) bajo el esquema monetario denominado metas de inflación tiene como objetivo primordial la estabilidad de precios, cuyo cumplimiento permite a los agentes económicos disponer de un marco de previsibilidad nominal sobre el cual basar sus decisiones de consumo e inversión. Esta estabilidad de precios implica alcanzar una meta explícita de inflación del 4% (con un rango de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales) la mayor parte del tiempo. En este cometido, el indicador de referencia es el Índice de Precios al Consumidor (IPC), cuya variación interanual es la inflación total “medida”, la cual debería ubicarse, en promedio, cerca de la meta del BCP. A su vez, esta inflación total corresponde al promedio ponderado de la variación interanual de 450 artículos.

La canasta del IPC contiene componentes que son afectados por choques transitorios, principalmente de oferta, que provocan cambios sustanciales de precios relativos. Por ejemplo, el incremento mensual de 32,2% del precio de las frutas y verduras en enero de 2016 o el aumento mensual de 7,3% del precio de la carne en agosto de 2016 no pueden considerarse como presiones inflacionarias a las cuales la política monetaria tendría que reaccionar.

Por estos motivos, los bancos centrales (y el BCP en particular) generalmente desarrollan distintas medidas de “inflación subyacente” con el objetivo de identificar algún tipo de señal respecto de la evolución del componente permanente o tendencial de la inflación.

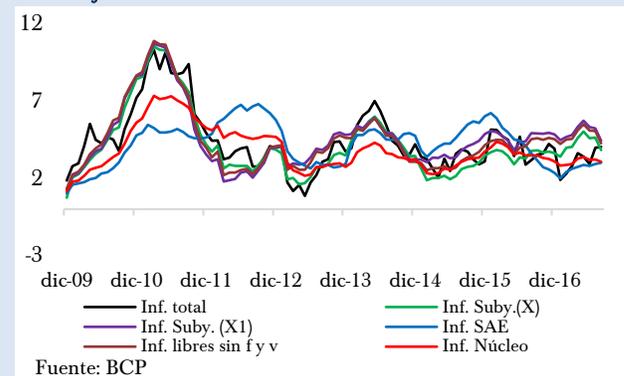
Un buen indicador de tendencia de la inflación debe cumplir con ciertas condiciones que permitan a los hacedores de política entender la dinámica de la inflación subyacente, como así también poder anticipar la evolución futura de la inflación total.

En este contexto, el objetivo de este recuadro es presentar los resultados de la evaluación de las distintas medidas de tendencia de la inflación utilizadas en el BCP, de acuerdo a los criterios que son utilizados generalmente en los trabajos empíricos relacionados al tema.

Medidas de tendencia de inflación

Actualmente, el BCP calcula cinco medidas de tendencia de la inflación: i) la inflación subyacente (X), que excluye las frutas y verduras de la canasta total del IPC, ii) la subyacente (X1), que además de frutas y verduras excluye los servicios tarifados y los combustibles, iii) la inflación SAE, que no incorpora los precios de los alimentos y de la energía, iv) la inflación de bienes libres sin frutas y verduras (fyv) que excluye los bienes administrados y las frutas y verduras y, finalmente, v) la inflación núcleo, que es resultado de un promedio simple de los siguientes indicadores: inflación núcleo media truncada (suavizada), inflación núcleo media truncada (no suavizada), inflación núcleo por exclusión e inflación núcleo doble ponderación.

Gráfico I
Medidas de inflación
Porcentaje



Evaluación de los indicadores subyacentes

La evaluación de los indicadores subyacentes se realizó tomando en consideración ciertos criterios, como el insesgamiento, el grado de volatilidad, su condición de atractor de la inflación total y su poder predictivo.

Inssegamiento

La inflación total y la inflación subyacente deben compartir la misma tendencia de largo plazo, de tal manera que se garantice la consistencia entre la medida de referencia para la toma de decisiones de política monetaria y la meta de inflación basada en la variación del IPC total. Esto requiere que el indicador de inflación

de tendencia o subyacente (π^*) sea insesgado respecto de la inflación total (π).

Una de las maneras más utilizadas para testear este criterio es mediante la comparación de las medias incondicionales de los indicadores de inflación subyacente con la de la inflación total. Para la comparación se realiza un test de diferencia de medias para evaluar si son estadísticamente diferentes entre sí.

Otra manera muy extendida de comprobar insesgamiento es a través de una regresión de la inflación con respecto a cada indicador subyacente, en la que se testea la hipótesis conjunta de que $\beta_0 = 0$; $\beta_1 = 1$.

$$\pi_t = \beta_0 + \beta_1 \pi_t^*$$

En la tabla I se muestran los resultados obtenidos. La muestra completa abarca desde diciembre de 2009, teniendo en cuenta que los datos de inflación núcleo se dispone recién a partir de ese periodo. Además, se ha seleccionado una muestra más corta, correspondiente al periodo de implementación oficial del esquema de metas de inflación.

Tabla I
Medias incondicionales y sesgos
Porcentaje

Medidas	Dic. 2009 - Ago. 2017		Jun. 2011 - Ago. 2017	
	Media	Sesgo	Media	Sesgo
Inflación total	4,36		4,01	
Inf. libres sin fyv	4,53	0,17	4,11	0,10
Inf. núcleo	3,84	-0,52	3,77	-0,24
Inf. SAE	4,18	-0,18	4,41	0,39
Inf. Suby. X	4,18	-0,18	3,78	-0,24
Inf. Suby. X1	4,64	0,28	4,29	0,27

Se puede observar que, en las dos muestras, la inflación de bienes libres sin frutas y verduras es la que tiene el menor sesgo respecto a la inflación total. A excepción de la inflación núcleo en la primera muestra⁷, en todos los otros casos las diferencias no fueron estadísticamente significativas.

⁷ El sesgo negativo de la inflación núcleo en la muestra completa podría ser apropiado teniendo en cuenta que en cierta medida atenúa el importante incremento del precio de los alimentos entre finales del 2010 y gran parte del 2011, que a su vez podría haber estado asociado a un shock externo, dado el aumento significativo de los precios de los alimentos a nivel internacional.

Con respecto a los resultados de la regresión entre la inflación total y las medidas de tendencia, en los casos de la inflación de bienes libres sin frutas y verduras, la inflación núcleo y la subyacente X1 de la segunda muestra no se pudieron rechazar la hipótesis conjunta de que $\beta_0 = 0$; $\beta_1 = 1$.

Menor volatilidad

Si las medidas subyacentes capturan adecuadamente la tendencia de la inflación, entonces deben ser menos volátiles que la inflación total.

Una forma simple de evaluar la volatilidad de las series es a través de la comparación de los desvíos estándar y/o los coeficientes de variación⁸ de cada medida subyacente con los de la inflación total. Otro criterio de evaluación consiste en calcular la media de los cambios absolutos, que es una medida alternativa que depende menos directamente de la persistencia de la inflación.

Adicionalmente, como criterio alternativo, algunos trabajos empíricos han considerado evaluar la desviación de cada indicador subyacente respecto a una medida de inflación suavizada, la cual se puede aproximar con una media móvil de la inflación. Posteriormente, se calcula la raíz del error cuadrático medio para la comparación (RECM).

Conforme a los criterios de evaluación mencionados, se muestran los resultados para la muestra más corta (tabla II), dado que las conclusiones son muy similares a las de la muestra completa. De acuerdo a los distintos estadísticos, todas las medidas subyacentes tienen una menor volatilidad respecto a la de la inflación total. La inflación núcleo muestra la menor variabilidad considerando el desvío estándar, la media de los cambios absolutos y la raíz del error cuadrático medio (RECM) de las desviaciones respecto a un promedio móvil de 36 meses de la inflación total.

⁸ Coeficiente de variación es el desvío estándar dividido por la media de la muestra.

Tabla II
Estadísticos de variabilidad

Medidas	Jun. 2011 - Ago 2017			
	Desvío estándar	Coefficiente de variación	Media de cambios absolutos	RECM
Inflación total	1,68	0,42	0,65	
Inf. libres s/ fyv	1,41	0,34	0,39	1,57
Inf. núcleo	1,16	0,31	0,22	1,23
Inf. SAE	1,29	0,29	0,30	1,31
Inf. Suby. X	1,54	0,41	0,40	1,73
Inf. Suby. X1	1,38	0,32	0,38	1,61

Atractor de la inflación total

Esta condición implica que en el caso de desvíos entre la inflación total y la subyacente, la primera es la que debe converger a la segunda en el largo plazo y no viceversa. Esto es, el indicador subyacente debe ser atractor de la inflación total.

En el caso de series integradas de orden uno (I1), una manera de testear esta propiedad es mediante una ecuación de cointegración y un mecanismo de corrección de errores en el que se evalúa si la inflación total converge a la medida subyacente. Esto puede expresarse formalmente de la siguiente manera⁹:

$$\Delta\pi_t = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta\pi_{t-j} + \sum_{j=1}^n \beta_j \Delta\pi_{t-j}^* - \gamma(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) + \epsilon_t$$

En la ecuación debe existir un vector de cointegración $z_{t-1} = (\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*)$ en la que la velocidad de ajuste dada por γ debe ser estadísticamente distinto de cero. Esto significa que es la inflación total la que se ajusta a la subyacente en el largo plazo. Adicionalmente se requiere que no ocurra lo contrario, que la inflación subyacente no sea la que se ajuste para el equilibrio, lo que en términos formales implica que π_t^* debe ser exógena débil.

$$\Delta\pi_t^* = \sum_{j=1}^s \omega_j \Delta\pi_{t-j} + \sum_{j=1}^r \phi_j \Delta\pi_{t-j}^* - \lambda(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) + \mu_t$$

La condición de exogeneidad débil se comprueba si no puede rechazarse la hipótesis de que λ es igual a cero.

A continuación, se muestran los resultados. La mayoría de las medidas subyacentes cumplen con la condición de

exogeneidad débil, a excepción de la inflación SAE (tabla III). Además, en la ecuación de cointegración, el signo es contrario al esperado entre la inflación total y la inflación SAE.

Tabla III
Coeficiente de ajuste

Medidas	$\gamma \neq 0$	$\lambda = 0$
Inf. libres sin fyv	Sí	Sí
Inf. núcleo	Sí	Sí
Inf. SAE	Si	No
Inf. Suby. X	Sí	Sí
Inf. Suby. X1	Sí	Sí

Otra manera de corroborar el criterio de atractor de la inflación total es a través de la siguiente regresión:

$$(\pi_{t+h}^* - \pi_t^*) = \gamma + \delta(\pi_t - \pi_t^*) + v_t$$

Donde $(\pi_{t+h}^* - \pi_t^*)$ es el cambio en la inflación subyacente a un horizonte determinado y $(\pi_t - \pi_t^*)$ es la diferencia contemporánea entre la inflación total y la inflación subyacente. Se espera que δ no sea estadísticamente distinto de cero y/o que el coeficiente de determinación (R^2) sea bastante bajo.

Según los resultados, en la mayoría de los casos, el coeficiente de determinación está cercano a cero (tabla IV). La inflación SAE es la que muestra el nivel de R cuadrado más elevado, lo que es coherente con el resultado observado en la prueba anterior. La estimación se realizó para horizontes de 6, 12 y 18 meses.

Tabla IV
Coeficiente de determinación R cuadrado

Medidas	Jun. 2011 - Ago. 2017		
	t+6	t+12	t+18
Inf. libres sin fyv	0,09	0,08	0,00
Inf. núcleo	0,00	0,01	0,01
Inf. SAE	0,17	0,33	0,18
Inf. Suby. X	0,00	0,01	0,01
Inf. Suby. X1	0,11	0,06	0,00

⁹ Marques et. al. (2000).

Poder predictivo

Considerando que las medidas subyacentes intentan capturar el componente más permanente de la inflación, las mismas deben contener alguna información sobre su evolución futura. Una manera simple que se ha propuesto en la literatura¹⁰ para testear este criterio es a través de la siguiente regresión¹¹:

$$(\pi_{t+h} - \pi_t) = \alpha + \beta(\pi_t^* - \pi_t) + u_t$$

Donde $(\pi_{t+h} - \pi_t)$ es el cambio en la inflación total a un horizonte determinado y $(\pi_t^* - \pi_t)$ es la diferencia contemporánea entre la inflación subyacente y la inflación total. Si como consecuencia de un shock transitorio la inflación subyacente es mayor que la inflación total, se esperaría que esta última aumente en el futuro ($\beta > 0$). Si adicionalmente, se cumple la restricción de que $\alpha = 0$ y $\beta = 1$ entonces la inflación subyacente será un predictor insesgado de la inflación total porque se estaría cumpliendo:

$$\pi_{t+h} = \pi_t^* + u_t$$

La estimación se realizó también para horizontes a 6, 12 y 18 meses (tabla V). A diferencia de la prueba anterior, aquí se busca obtener un coeficiente de determinación elevado para testear el contenido predictivo de los indicadores. En el caso de la inflación de bienes libres sin frutas y verduras, el mayor R cuadrado se observó para el horizonte a 12 meses, mientras que para la inflación núcleo, a 18 meses. La inflación SAE, si bien presenta un nivel elevado del coeficiente a 18 meses, es importante recordar que fue el único indicador que no superó la prueba de atractor de la inflación total. Por su parte, la subyacente X y la subyacente X1 también presentaron el nivel más alto para el horizonte a 12 meses¹².

Tabla V

Coeficiente de determinación R cuadrado

	Jun. 2011 - Ago. 2017		
	t+6	t+12	t+18
Inf. libres sin fyv	0,30	0,51	0,25
Inf. núcleo	0,17	0,36	0,51
Inf. SAE	0,18	0,33	0,70
Inf. Suby. X	0,08	0,25	0,19
Inf. Suby. X1	0,36	0,53	0,25

En cuanto al cumplimiento de la restricción de que $\alpha = 0$ y $\beta = 1$, la misma se cumple para el horizonte a 6 meses para la libre sin frutas y verduras, a 12 meses para la núcleo y 18 meses para las subyacentes X y X1. Por su parte, la inflación SAE no cumple para ninguno de los periodos considerados.

Resumen y consideraciones finales

En cuanto al primer criterio (insesgamiento), las distintas medidas de inflación subyacente han cumplido con la condición de que las medias incondicionales no son estadísticamente diferentes, especialmente en la muestra más corta. No obstante, conforme a la regresión, la condición fue cumplida por la inflación de bienes libres sin frutas y verduras, la inflación núcleo y la subyacente X1.

Con respecto al segundo criterio, todos los indicadores subyacentes muestran una variabilidad menor que la inflación total, aunque destaca el desempeño de la inflación núcleo, de acuerdo a la mayoría de los estadísticos considerados.

Por otro lado, conforme a los dos métodos aplicados para evaluar la condición de atractor de la inflación total, sólo la inflación sin alimentos y sin energía (SAE) fue la que no superó satisfactoriamente la prueba.

Con relación a la última condición, las distintas medidas mostraron cierta capacidad para pronosticar la inflación total, aunque el mejor desempeño se observó en distintos horizontes. La inflación de bienes libres sin frutas y verduras, las subyacentes X y X1 mostraron el mayor R

¹⁰ Laffèche et. al (2006).

¹¹ Muchas otras variables relevantes para pronosticar la inflación podrían ser incluidas, pero esta formulación simple ya captura en cierta medida el contenido predictivo de las medidas subyacentes.

¹² Los coeficientes asociados a las medidas subyacentes resultaron estadísticamente significativos en todos los casos.

cuadrado a 12 meses, mientras que la inflación núcleo a 18 meses.

En líneas generales, conforme a los resultados obtenidos, los distintos indicadores subyacentes aportan alguna información sobre la inflación de tendencia. Por otra parte, es importante resaltar que los métodos utilizados no están exentos de críticas en la literatura empírica. Es por ello que, generalmente los bancos centrales tienen en cuenta el comportamiento del conjunto de medidas de inflación subyacente para tomar una decisión basada en una información más robusta.

Referencias

Clark Todd (2001). Comparing Measures of Core Inflation. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Cuitiño F., Tramontin F., Vicente L. (2011). Evaluación de los indicadores de inflación subyacente para Uruguay. Banco Central del Uruguay.

Laflèche T. y Armour J. (2006). Evaluating Measures of Core Inflation. Bank of Canada.

Marques C., Neves P. y Sarmento L. (2000). *Evaluating Core Inflation Indicators*. Banco de Portugal.

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Setiembre 2017



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay