



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

**SETIEMBRE
2018**



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

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

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	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
Traspaso de cambios en el precio del petróleo a la inflación de Paraguay	
Recuadro II	40
Principales cambios en el escenario externo relevante para Paraguay	
Glosario	44

(*) 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 oficialmente desde mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

Objetivo

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

Meta de inflación

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

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

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

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

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

Resumen Ejecutivo

Desde el último IPoM, la economía mundial ha seguido expandiéndose, aunque a tasas más divergentes entre países. Los indicadores económicos de Estados Unidos permanecen sólidos, mientras que en la Eurozona se ha seguido observando una moderación de la actividad económica. Entre los países emergentes, China continúa convergiendo hacia un menor ritmo de crecimiento. Por su parte, en la región, el contexto económico se mantiene complejo, principalmente en Argentina. En los últimos meses, la percepción de riesgos a nivel global se ha incrementado, debido al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales con la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, a las tensiones geopolíticas y comerciales, además de las condiciones internas de cada país.

La economía de Estados Unidos ha mantenido una evolución sólida y los registros del mercado han seguido mejorando en los últimos meses. En el segundo trimestre del año, el PIB se expandió a una tasa anualizada de 4,2%, explicado por las contribuciones positivas del gasto de consumo privado, las exportaciones, la inversión fija no residencial y los gastos gubernamentales. Por su parte, los indicadores de corto plazo han dado señales de un desempeño similar en el tercer trimestre. En tal escenario, las perspectivas de crecimiento para este año se mantienen con respecto a las presentadas en el informe anterior, a pesar de la incertidumbre en cuanto a los efectos de las tensiones comerciales con China. Las medidas de inflación, por su parte, han seguido incrementándose hasta ubicarse, en términos interanuales, en niveles cercanos al objetivo de mediano plazo (2%). En ese contexto, la Reserva Federal aumentó nuevamente la tasa de interés de política monetaria en su reunión de setiembre, ubicándola en el rango de 2,0% - 2,25% anual.

En la Eurozona, los indicadores de actividad se han moderado luego del significativo crecimiento observado en 2017. En el segundo trimestre, el PIB creció 2,1% interanual, una tasa menor a la registrada en el trimestre previo, continuando con la trayectoria decreciente observada en el informe anterior. De manera similar, la actividad manufacturera se ha ralentizado aún más en el tercer trimestre. Así, el indicador PMI siguió exhibiendo una tendencia a la baja explicada por una menor expansión de las exportaciones y el aumento de tensiones políticas y comerciales. Con respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo ha seguido disminuyendo. En cuanto a los precios, la inflación interanual se mantiene estable en 2%, similar al IPoM de junio. En dicho escenario, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha mantenido sin variaciones los tipos de interés de referencia y anunció la reducción de la compra neta de activos a 15.000 millones de euros durante el último trimestre de este año.

En China, la actividad económica y manufacturera ha seguido expandiéndose, aunque a un ritmo menor. El PIB creció 6,7% interanual en el segundo trimestre de este año, marginalmente por debajo del trimestre anterior. A su vez, la evolución reciente del PMI indica cierta moderación en la expansión del sector manufacturero. En tal escenario, la intensificación de la guerra comercial con Estados Unidos ha provocado que el gobierno chino decida relajar las restricciones establecidas para disminuir los riesgos crediticios, con el fin de evitar una mayor desaceleración del crecimiento económico. En consecuencia, los pronósticos de crecimiento para el año 2018 se han ajustado levemente al alza, aunque permanecen por debajo de lo registrado en el 2017.

En la región, la economía brasileña mostró un debilitamiento de la actividad económica en el segundo trimestre, lo cual también se reflejó en la corrección a la baja de las previsiones de crecimiento en relación a lo señalado en el informe anterior. La desaceleración del PIB en dicho trimestre se explicó especialmente por el menor ritmo de expansión en la industria y los servicios, afectados en cierta medida por las huelgas de los camioneros y la incertidumbre política. Por otra parte, los indicadores de corto plazo han mostrado una mejora de la actividad económica en meses recientes. Con respecto a la política monetaria, el Copom ha mantenido invariable la tasa Selic (6,5% anual). Hacia adelante, las expectativas de mercado sugieren que dicha tasa se mantendría sin cambios en lo que resta del año.

En Argentina, las condiciones económicas y financieras se han vuelto aún más complejas desde el último informe, en consecuencia, el proceso de recuperación económica iniciado en 2017 ha sido interrumpido abruptamente. En el segundo trimestre, el PIB presentó una contracción interanual de 4,2%, atribuida principalmente a la caída de las exportaciones y del gasto público. Los indicadores adelantados señalan que en el tercer trimestre el desempeño económico habría sido similar, debido a los efectos derivados de la sequía, la fuerte depreciación cambiaria y las medidas de ajuste fiscal. Por su parte, la inflación ha continuado acelerándose, por ende, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha tomado una serie de medidas para estabilizar el mercado y resguardar su proceso de desinflación. Adicionalmente, el BCRA ha decidido adoptar el control de la base monetaria como nuevo esquema de política monetaria, con el fin de reducir la inflación y recuperar la estabilidad y previsibilidad de precios.

En el contexto doméstico, la actividad económica mostró un buen dinamismo en el segundo trimestre del 2018, con una variación interanual del PIB de 6,2%, superior al 4,1% del primer trimestre. Por el lado de la oferta, este mayor crecimiento se explicó principalmente por el mejor desempeño del sector servicios, de la industria manufacturera y de las construcciones. Por el lado del gasto, el buen desempeño de la demanda interna (consumo total e inversión) contribuyó totalmente a la expansión, dado que la incidencia de la demanda externa neta fue negativa en este periodo. Para el tercer trimestre, conforme a los indicadores de corto plazo, se prevé una moderación en el ritmo de crecimiento, en parte explicada por el escenario externo más complejo, a lo que se suma la caída en la producción de energía eléctrica y de la ganadería.

Con respecto a la evolución de los precios, en el tercer trimestre, la inflación interanual promedio se ubicó en 4,0%, levemente superior a lo observado en el trimestre pasado (3,8%). Esta mayor tasa se explicó, en parte, por los incrementos en los precios de los combustibles, los bienes duraderos, así como leves aumentos en los precios de algunos servicios de la canasta. En cuanto a la inflación subyacente y la subyacente X1, las mismas presentaron tasas interanuales de 3,7% y 3,0%, respectivamente, ubicándose por encima de las tasas del trimestre anterior (3,5% y 3,1%, respectivamente). En el mismo periodo de referencia, la inflación núcleo aumentó de 2,6% a 2,9%.

En las reuniones de política monetaria, el Comité resaltaba que en el ámbito internacional continuaba observándose una evolución favorable de las principales economías avanzadas, mientras que persistía la incertidumbre derivada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Por otro lado, en la región, las proyecciones de crecimiento de las principales economías vecinas habían sido corregidas sucesivamente a la baja como consecuencia de factores internos y del contexto internacional más complicado. Con respecto al ámbito doméstico, el Comité señaló que la actividad económica había presentado una moderación en su ritmo de expansión, al tiempo que las medidas de tendencia de la inflación seguían mostrando un comportamiento consistente con la meta. En este contexto, el CEOMA consideró, en las reuniones de julio, agosto y setiembre, que la estrategia más adecuada era mantener sin cambios la tasa de política monetaria (TPM) en 5,25% anual.

Con relación al escenario base, la estimación de crecimiento del PIB fue corregida de 4,7% a 4,3%. Este menor pronóstico se explica por la corrección a la baja en el sector de agua y electricidad y manufacturas, en el sector secundario. Asimismo, en el sector primario, el ajuste se realizó tanto para agricultura como para ganadería. En contrapartida, en el sector terciario, la revisión fue al alza, debido en gran medida a los servicios gubernamentales y otros servicios, en tanto que para comercio se prevé una menor tasa de variación positiva. Por el enfoque del gasto, la demanda interna mantiene la misma cifra de crecimiento que el informe anterior, sin embargo, al interior, el consumo privado fue revisado levemente a la baja y compensado por la suba del consumo público. De esta manera, el ajuste en el pronóstico del PIB, se explica fundamentalmente por la incidencia más negativa de la demanda externa neta.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2017	2018(f)	2018(i)
Sector Primario	4,3	0,6	0,1
Agricultura	4,1	0,5	0,0
Ganadería	2,2	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	10,4	8,0	0,1
Sector Secundario	4,7	4,8	1,6
Manufactura	8,4	6,5	1,3
Construcción	5,3	3,0	0,2
Electricidad y Agua	-3,7	2,0	0,2
Sector Terciario	5,8	4,7	2,2
Gobierno General	1,6	6,6	0,6
Comercio	11,2	5,8	0,6
Otros Servicios†	5,2	3,7	1,0
Impuestos	5,5	5,0	0,4
PIB a precios de mercado	5,2	4,3	4,3
PIB sin agricultura, ni binacionales	6,3	4,9	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,3	5,2	4,3
Demanda Interna	1,8	7,6	5,0
Formación bruta de capital	-1,0	18,9	4,8
Formación bruta de capital fijo	3,6	5,8	4,8
Consumo total	2,5	4,7	5,0
Consumo privado	2,7	5,3	4,8
Consumo público	1,5	1,6	6,5
Exportaciones de bienes y servicios	8,4	8,2	4,5
Importaciones de bienes y servicios	0,9	16,2	6,5
Cuenta corriente (% del PIB)	3,5	3,4	0,5
FBKF (% del PIB nominal)	18,8	18,6	19,4

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación a los precios, la inflación proyectada para el cierre del 2018 fue ajustada levemente de 3,7% a 3,8%, mientras que la subyacente fue revisada de 3,7% a 4,2%. Estas correcciones al alza se explican principalmente por ajustes de precios que se dieron en los últimos meses, tales como el aumento de los precios de los combustibles, el pasaje urbano, algunos servicios, como así también de los bienes importados, que fueron afectados por la depreciación del tipo de cambio. Posteriormente, la inflación total se ubicará por encima del 4% durante la segunda mitad de 2019 y luego convergerá gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria (tercer trimestre del 2020).

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2017	2018(f)	2019(f)	2020(f)
Inflación IPC promedio (*)	4,7	3,9	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	4,5	3,8	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	4,1	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	4,2	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

En cuanto a los escenarios de riesgo, en el ámbito internacional, el impulso de la economía global se ha moderado en los últimos meses, especialmente en algunas economías avanzadas, como la Eurozona y el Reino Unido. En contrapartida, los indicadores de actividad y del mercado laboral de Estados Unidos han continuado evolucionando favorablemente, en parte explicado por los estímulos fiscales del gobierno. No obstante, los riesgos a la baja para las perspectivas globales se han

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

intensificado, luego de la aplicación de medidas arancelarias por Estados Unidos y las represalias por parte de China. Por otro lado, la Reserva Federal ha seguido con la normalización de su tasa de política monetaria, la cual se espera continúe hacia finales de este año, como así también en el 2019, hasta converger a los niveles de largo plazo. En este escenario, las condiciones financieras internacionales se volverían más ajustadas y las presiones a la baja para las monedas de las economías emergentes podrían continuar.

En China, se espera una moderación en el crecimiento respecto al 2017, debido en parte, a la desaceleración de la demanda externa. Adicionalmente, las tensiones comerciales con Estados Unidos representan un riesgo importante a la baja para las perspectivas de crecimiento. Teniendo en cuenta que China es uno de los principales demandantes de *commodities* en el mundo, una desaceleración más allá de lo esperado de su economía, podría ejercer alguna presión a la baja sobre los precios de las materias primas. En cuanto a Paraguay, en particular en lo referente a la imposición arancelaria de China a la soja proveniente de Estados Unidos, podría significar una mayor demanda de la soja producida en Sudamérica, con lo cual, los efectos negativos sobre el precio serían atenuados.

En la región, Brasil ha venido mostrando un menor dinamismo de la actividad económica, explicado en parte, por la huelga de camioneros que ha afectado la producción industrial y la cadena de suministros. Por otro lado, persisten los desafíos para la implementación de la reforma fiscal, principalmente en el contexto actual de incertidumbre política. Si bien las perspectivas de crecimiento siguen siendo positivas, se han ido ajustando a la baja en los últimos meses. En este contexto, el real brasileño se depreció en un porcentaje importante. Con respecto a Paraguay, esta moderación de la actividad y el debilitamiento de su moneda han afectado a la economía local, específicamente al comercio en las zonas fronterizas.

En Argentina, la situación económica se ha vuelto mucho más compleja, lo cual se ha reflejado en significativa corrección a la baja en sus previsiones de crecimiento. Además, el tipo de cambio se ha depreciado sustancialmente en meses recientes. La recuperación de esta economía, en el mediano plazo, dependerá en gran parte de la implementación exitosa de las medidas establecidas en el acuerdo *Stand-By* con el FMI. Con respecto a Paraguay, la menor actividad económica, y sobre todo la elevada depreciación del peso argentino, que implica precios más competitivos de los productos argentinos, también han afectado negativamente al comercio fronterizo.

Por otro lado, el incremento del precio del petróleo ha estado ejerciendo presiones sobre los precios domésticos. Si bien, las previsiones apuntan a una normalización del precio e incluso una reducción en los próximos años, la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones recientes entre Estados Unidos y Arabia Saudita plantea un nuevo escenario para los precios del petróleo, que será mejor visualizado en los próximos meses. Este contexto, asociado al fortalecimiento del dólar, implicaría presiones sobre la inflación de las economías importadoras de petróleo o de sus derivados. En el caso de Paraguay, se ha estado verificando aumentos de los precios de los combustibles. No obstante, es apropiado señalar que, conforme a la evidencia de los últimos años, sus efectos de segunda vuelta sobre la inflación han sido moderados.

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

Decisiones de Política Monetaria

Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de junio 2018.

En el IPoM de junio, se señalaba que la economía mundial había seguido con un desempeño favorable, aunque más heterogéneo. Sin embargo, la incertidumbre con relación a las perspectivas de crecimiento había aumentado, fundamentalmente por las medidas comerciales a nivel global. La actividad económica en Estados Unidos se mantenía sólida, mientras que en la Eurozona se había frenado con relación a lo previsto. En China, uno de los principales riesgos constituía la disputa comercial con Estados Unidos, mientras que, en la región, el panorama económico de Brasil y Argentina se tornaba más complejo, esencialmente como resultado de factores internos de cada país.

En Estados Unidos, la evolución de la economía en el corto plazo continuaba con buen ímpetu. El PIB registró nuevamente un crecimiento significativo en el primer trimestre del año, al tiempo que los indicadores adelantados también revelaban un buen dinamismo hacia adelante, impulsado por los estímulos fiscales y una mayor demanda interna, que llevaron a ajustes al alza del crecimiento económico. Sin embargo, persistía la incertidumbre por las tensiones comerciales. La inflación, por su parte, siguió aumentando hasta situarse en torno al objetivo de mediano plazo de 2%. Bajo ese escenario, la *Fed* decidió nuevamente, en su reunión de junio, aumentar la tasa de interés de política monetaria al rango de 1,75% - 2,0% anual.

En la Eurozona, el ritmo de expansión de la actividad económica en el primer trimestre fue menor a lo esperado y a lo observado en el trimestre anterior. Además, el sector manufacturero también había mostrado un menor dinamismo. No obstante, el mercado laboral continuó dinámico registrando tasas de desempleo menores. Con respecto a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener invariable las tasas de interés de referencia en su reunión de junio y, en cuanto a las medidas no convencionales, el BCE anunció que mantendría el monto de compras de activos de 30.000 millones de euros mensuales hasta fines de setiembre de

este año, aunque podría reducir a la mitad desde octubre hasta fin de año, dependiente de la evolución de la inflación.

La actividad económica en China se mantenía con buen dinamismo presentando una expansión del PIB levemente superior a las expectativas en el primer trimestre. Igualmente, el sector manufacturero mostraba mejoras con relación a periodos anteriores. Sin embargo, persistía la previsión de un menor ritmo de crecimiento hacia adelante, producto de las medidas financieras por parte del gobierno para mitigar los riesgos crediticios y desinflar la burbuja inmobiliaria. Así, si bien la proyección para este año no había cambiado, para el 2019 se ajustó levemente al alza con relación al informe anterior, aunque por debajo de la tasa de crecimiento del 2018. El desconocimiento de lo que ocurriría con las medidas comerciales con Estados Unidos seguía representado un riesgo a la baja.

En el ámbito regional, las perspectivas de inicios de año sobre una recuperación sólida de los países vecinos se habían aminorado en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la incertidumbre económica y política. Tal circunstancia se había reflejado en los últimos meses en sucesivas revisiones a la baja de proyecciones de crecimiento. En Brasil, si bien en el primer trimestre, se había verificado un crecimiento del PIB relativamente alentador, en el segundo trimestre, algunos indicadores de actividad se desaceleraron, debido a las huelgas e incertidumbre política. Ante estos eventos, las perspectivas de crecimiento para el año en curso y el siguiente, nuevamente, se habían ajustado a la baja. Además, la inflación había registrado un importante aumento en junio, aunque no representaba un riesgo para el objetivo inflación. Por ello, el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió mantener el perfil vigente de la política monetaria en la reunión de junio.

En Argentina, algunas señales de recuperación se percibieron hasta el primer trimestre del año, pero luego algunos indicadores, sobre todo del sector agrícola evidenciaron una caída significativa producto de la sequía que afectó a ese sector. Al mismo tiempo, en el sector financiero, se habían generado algunos eventos que

repercutieron en el mercado cambiario, llevando a una fuerte depreciación del peso argentino con relación al dólar. Este hecho, a su vez, tuvo su impacto en un aumento de la inflación, por lo que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ajustó significativamente su tasa de referencia y había redefinido las metas de inflación para los próximos años. El gobierno argentino había firmado un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), a fin de implementar una serie de reformas económicas, a cambio de una línea de liquidez que le permitiera reducir los riesgos financieros.

En el plano doméstico, en los primeros meses del año, la actividad económica mostró una buena dinámica. En el primer trimestre, por el lado de la oferta, el producto se expandió a un ritmo importante, debido en gran medida al desempeño de los servicios (comercio), la industria manufacturera, electricidad y agua, y con una contribución menor del sector agrícola. Por otra parte, la demanda interna (consumo e inversión) siguió siendo el principal componente de expansión por el lado del gasto. Igualmente, los indicadores adelantados para el segundo semestre señalaban la continuidad de una evolución favorable de la actividad económica. Con relación a los precios, la inflación total en el segundo trimestre del año se ubicó en promedio por debajo del primero, explicada básicamente por la menor variación interanual en el precio de los alimentos. Las medidas de tendencia de la inflación desde hace unos meses mostraban una trayectoria descendente, sin que ello implique riesgos para la consecución del objetivo inflacionario en el mediano plazo.

En materia de política monetaria, en las reuniones del segundo trimestre, el Comité había señalado que se mantenía la dinámica positiva de la actividad económica en los países desarrollados, aunque también se destacó que se había generado una mayor incertidumbre como consecuencia de las medidas comerciales entre Estados Unidos y China. En plano regional, los principales países vecinos atravesaban por un periodo complejo motivado por factores internos, lo que había llevado a expectativas de menores tasas de crecimiento económico. En el ámbito local, por el lado de la actividad económica, los indicadores de corto plazo habían mostrado una evolución favorable en el segundo trimestre y, por el lado de los precios, destacaba nuevamente que la inflación y

sus perspectivas en el mediano plazo se mantenían acorde con el objetivo. En este contexto, en las reuniones de abril, mayo y junio, el CEOMA había decidido seguir con el perfil vigente de la política monetaria, manteniendo la tasa de referencia (TPM) en 5,25% anual.

La proyección de crecimiento del PIB para el 2018, en el escenario base, se estimó en 4,7%, que se explicaba principalmente por la expansión en las ramas de comercio y gobierno general dentro del sector terciario. En el sector secundario, la industria manufacturera presentaba la mayor incidencia y, en menor medida, electricidad y agua. Por el lado del gasto, la demanda interna, tanto el consumo como la inversión, continuaría siendo el principal factor contribuyente al crecimiento, en tanto que la demanda externa neta registraría una incidencia levemente negativa.

En el escenario base, la inflación total pronosticada para el cierre del 2018 se había mantenido en 3,7%, ya que los datos efectivos estuvieron en línea con las proyecciones previas para el segundo trimestre. Además, la brecha del producto y el tipo de cambio se mantuvieron dentro de lo que se esperaba. Igualmente, las proyecciones de la inflación subyacente se situaron en niveles cercanos a lo estimado anteriormente (3,7%). Hacia adelante, se proyectaba que la inflación total permanecería ligeramente por debajo del 4% durante el primer semestre de 2019, para posteriormente converger gradualmente a la meta a finales de año.

En el contexto internacional, la economía mundial había seguido creciendo, aunque de una manera menos sincronizada, además, uno de los principales riesgos en este plano estaba representado por la incertidumbre que se había amplificado por las mayores tensiones comerciales entre Estados Unidos y los socios comerciales. El país norteamericano mantenía una buena dinámica en el primer semestre del año, mientras que otras economías avanzadas (Japón, Eurozona, Reino Unido) habían revisado a la baja sus previsiones de crecimiento. Entre las economías emergentes, lo mismo había ocurrido con los países de la región, Argentina y Brasil. Por otra parte, la Fed, continuando con el proceso de normalización monetaria, aumentó nuevamente la tasa de política monetaria en la reunión de junio, hecho que, de alguna manera, había conllevado a un

fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y en la región.

La actividad económica en la Eurozona se había moderado en los últimos meses, por lo que la autoridad monetaria se mantuvo acomodaticia a fin de lograr su objetivo inflacionario. La incertidumbre política permanecía en la región y, además, se manifestaba un riesgo que provenía de la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a algunos productos importados de la Unión Europea que podría afectar a las relaciones comerciales globales.

En China, las medidas del gobierno con el propósito de mitigar los riesgos financieros afectaron la dinámica de la actividad económica. La incertidumbre generada por la disputa comercial con los Estados Unidos se constituía en un considerable riesgo a la baja para las expectativas de crecimiento de China. Al respecto, en la medida que la economía china se modere más de lo esperado, podría impactar al precio de los *commodities*, por su importancia en la demanda mundial.

En el plano regional, la sólida recuperación que se avizoraba a principios de año para la economía brasileña fue debilitándose como consecuencia de la incertidumbre generada por sucesos políticos que podrían contrarrestar la aprobación de una reforma fiscal. Adicionalmente, la manifestación de camioneros llevó a una paralización transitoria de la cadena productiva con significativas secuelas en la economía. Las primas de riesgo se habían incrementado y el real brasileño se depreció considerablemente. Como consecuencia de ello, el comercio fronterizo con Paraguay se había reducido en el último periodo.

En Argentina, los problemas domésticos del país habían puesto en riesgo la recuperación de la economía, lo que se tradujo en sucesivas correcciones a la baja en las perspectivas de crecimiento. Igualmente, la significativa depreciación del peso argentino podría mantener la inflación en niveles elevados. Si bien la situación macroeconómica en Argentina podría mejorar en el mediano plazo con las medidas trazadas con el FMI, la coyuntura económica seguía complicada. Aunque, los vínculos comerciales con Paraguay se han reducido en los últimos años, la elevada depreciación del peso argentino

podría traducirse en una apreciación real bilateral de Paraguay en el corto plazo, lo que implicaría precios más bajos de los productos importados desde Argentina.

Si bien los escenarios de riesgos analizados señalarían una presión al alza del tipo de cambio local, el CEOMA consideró que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

Reuniones de julio, agosto y setiembre

En julio, el Comité observaba que las economías avanzadas seguían con buen dinamismo, en tanto que, en la región, las vulnerabilidades domésticas de Argentina y Brasil llevaron a que las perspectivas de crecimiento se revisaran a la baja. La actividad económica y el mercado laboral en Estados Unidos reflejaban un panorama económico sólido. No obstante, la disputa comercial con China había generado incertidumbre en cuanto a los posibles efectos globales. En la Eurozona, los indicadores económicos mostraban una expansión positiva, pero más moderada. En la región, la huelga de camioneros y la incertidumbre política habían debilitado los resultados de algunos indicadores económicos y de confianza de los consumidores, lo cual había impactado de manera negativa en las perspectivas de crecimiento. En Argentina, además de que la inflación venía en aumento, los indicadores de actividad evidenciaban una desaceleración de la economía, por lo que los pronósticos de crecimiento para el año se revisaron a la baja.

En el plano local, las medidas de tendencia de la inflación, aunque con una trayectoria descendente, se mantenían con una trayectoria coherente con la convergencia de la inflación total al objetivo inflacionario y las expectativas ancladas a la meta en el horizonte de política. Los datos de la actividad económica permanecían acordes con las previsiones de crecimiento para el año.

En este contexto, el CEOMA consideró que lo más prudente era mantener el perfil vigente de política monetaria con una TPM de 5,25% anual, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de proyección.

Para la reunión de agosto, los países desarrollados continuaron mostrando una dinámica favorable. Así en Estados Unidos, la actividad económica y el mercado laboral siguieron con su firme evolución, mientras que, en la Eurozona, aunque acotada, se reflejaba un menor impulso de la actividad económica. Por otra parte, además de los riesgos generados por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, en el mes de agosto, resaltó otra fuente de incertidumbre reciente para los mercados derivados a partir de las turbulencias cambiarias en Turquía. En el ámbito regional, la coyuntura económica permanecía frágil, agravada por un entorno externo cada vez más complejo que afectaba principalmente a Argentina, que, con elevadas tasas de inflación, las proyecciones de crecimiento nuevamente se habían reducido. En Brasil, no obstante, se verificó una leve mejora en el sector industrial.

En lo interno, los indicadores de actividad económica habían registrado una moderación en el margen, la tasa acumulada de crecimiento se mantenía coherente con las previsiones de crecimiento. Por el lado de los precios no se había verificado grandes variaciones. La trayectoria esperada de medidas de tendencia de la inflación y las expectativas de los agentes económicos permanecían en línea con la meta en el mediano plazo.

Bajo este escenario, el CEOMA determinó que lo más apropiado era nuevamente mantener la TPM en 5,25% anual, con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de política monetaria.

En la reunión de setiembre, el Comité resaltó que, en el contexto internacional, si bien las economías avanzadas continuaban mostrando una evolución favorable, las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos volvieron a acrecentarse, provocando así un panorama más incierto. En la región, si bien en Brasil se había percibido cierta recuperación en los indicadores de corto plazo, no fue lo suficiente para evitar que las perspectivas de crecimiento vuelvan a deteriorarse. Mientras que, en Argentina, el panorama se volvió más complejo, se continuaba observando sucesivos deterioros en los indicadores de actividad económica. Esto había llevado igualmente a que las proyecciones de crecimiento se corrigieran de nuevo a la baja.

Este escenario regional debilitado, ya había impactado de alguna manera a la actividad económica local. Así, si bien los indicadores reflejaban una expansión, lo habían hecho a un ritmo menor. Por el lado de la inflación, aunque las medidas de tendencia permanecían con una trayectoria a la baja, seguían acorde con la evolución prevista de las variables relevantes y consistentes con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. Asimismo, las expectativas de los agentes continuaron en torno al objetivo de mediano plazo.

Bajo este contexto, el CEOMA consideró que lo más prudente era seguir con el perfil vigente de política monetaria, por lo que determinó mantener la TPM en 5,25% anual, garantizando así la convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

I. Entorno Internacional y Regional

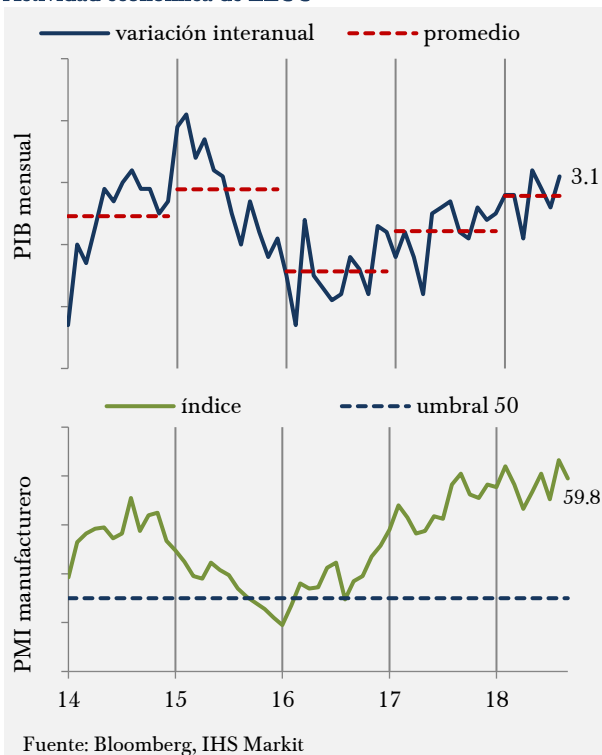
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU



Desde el último IPoM, la economía mundial ha seguido expandiéndose, aunque menos uniforme entre países. Los indicadores económicos de Estados Unidos permanecen sólidos, mientras que en la Eurozona se ha seguido observando una moderación de la actividad económica. Entre los países emergentes, China continúa convergiendo hacia un menor ritmo de crecimiento. Por su parte, en la región, el contexto económico se mantiene complejo, principalmente en Argentina. En los últimos meses, la percepción de riesgos a nivel global se ha incrementado, debido al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales con la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, a las tensiones geopolíticas y comerciales, además de las condiciones internas de cada país.

El crecimiento de Estados Unidos estimado para el 2018 se mantiene sin cambios con respecto al último IPoM, pese a la intensificación de la guerra comercial con China. Por otro lado, el pronóstico de crecimiento para la Eurozona se ha reducido tanto para el 2018 como el 2019 debido principalmente a una demanda externa más débil.

En cuanto a China, el gobierno ha relajado las restricciones en el mercado de crédito para evitar una desaceleración de la actividad, con ello, el crecimiento esperado para este año se ha incrementado marginalmente; no obstante, los riesgos a la baja asociados a los efectos de las tensiones comerciales con EE.UU. se mantienen.

En la región, la situación económica sigue siendo compleja, sobre todo, en Argentina por lo que el crecimiento será inferior al previsto en el IPoM anterior. En Brasil, la actividad económica se desaceleró en el segundo trimestre como consecuencia de los efectos de la huelga en el sector transporte y la incertidumbre política, principalmente. En Argentina, los riesgos han aumentado debido a los efectos negativos de la sequía, el ajuste fiscal, la pronunciada caída del valor del peso y la aceleración de la inflación. En consecuencia, el BCRA ha adoptado un nuevo esquema de política monetaria como una de las medidas encaradas por el gobierno para estabilizar la economía.

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona

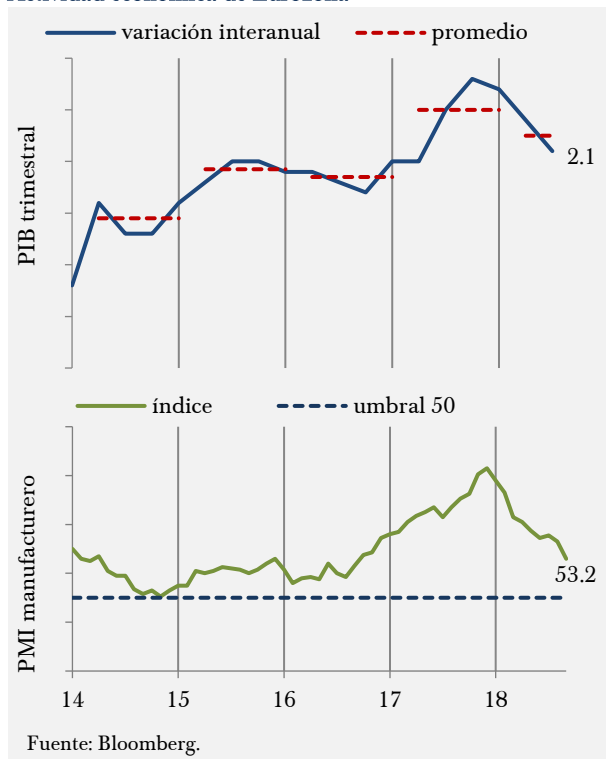
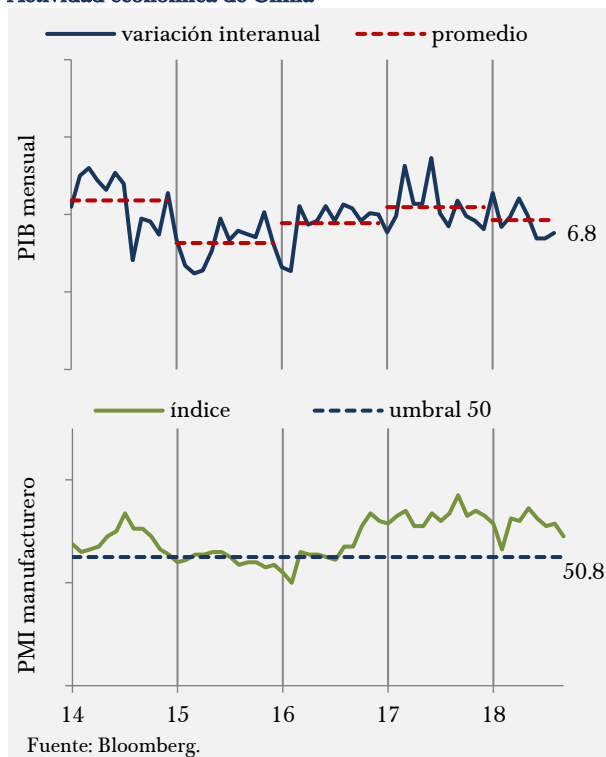


Gráfico I.3
Actividad económica de China



Actividad económica

En el segundo trimestre del 2018, el PIB de los Estados Unidos tuvo un crecimiento anualizado de 4,2%, por encima del 2,2% registrado en el primer trimestre. Este crecimiento se debe, principalmente, al incremento en el gasto de los consumidores, en la inversión de las empresas, en el gasto del gobierno (federal, estatal y local) y en las exportaciones. También debe mencionarse un incremento en las ganancias de las empresas con respecto al primer trimestre. Para el tercer trimestre, se espera un crecimiento del producto de 3% conforme a indicadores adelantados. Entre los agentes privados, existe la expectativa de que, en el tercer trimestre, el crecimiento pudiera ser superior a lo previsto, siempre y cuando la producción industrial y la confianza de los consumidores continúen en alza. Por su parte, el mercado laboral ha seguido consolidándose, con una tasa de desempleo de 3,7% en setiembre. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, se mantienen en línea con lo previsto en el IPoM anterior tanto para el 2018 (2,9%) como para el 2019 (2,5%), a pesar de que persisten los riesgos derivados de las tensiones comerciales con China (tabla I.1 y gráfico I.1).

En la zona euro, el crecimiento del PIB se ha moderado levemente luego de cuatro trimestres de alta expansión, presentando una tasa interanual de 2,1% en el segundo trimestre del 2018. Según indicadores adelantados, el pronóstico para el tercer trimestre del 2018 es 1,9%. Este resultado es consistente con una desaceleración de Alemania, Italia y Francia. Igualmente, el PMI del sector manufacturero continuó retrocediendo incluso a niveles inferiores al 2017. La ralentización del sector industrial se encuentra explicada por un menor ritmo en el crecimiento de las exportaciones y un aumento en las tensiones políticas. Por otro lado, en el mercado laboral se ha observado una evolución favorable y continua, con una tasa de desempleo que ha bajado de 8,4% en mayo hasta 8,1% en agosto. Por su parte, la volatilidad política y las tensiones comerciales con EEUU son los puntos de mayor incertidumbre, restando optimismo en el escenario europeo. En este contexto, el crecimiento del PIB de 2018 y 2019 se han revisado a la baja de 2,2% a 2,1% y de 1,9% a 1,8% respectivamente. No obstante, aunque el crecimiento sea menor al esperado, continúa siendo robusto (gráfico I.2).

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

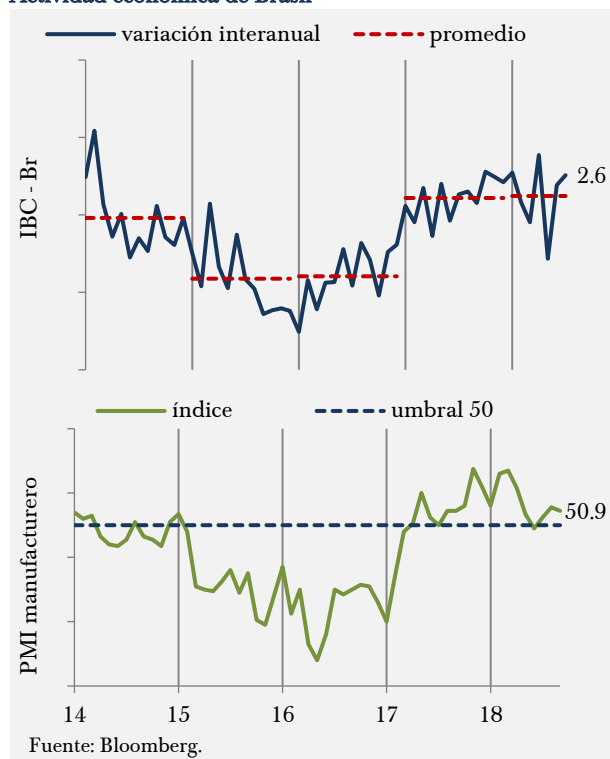
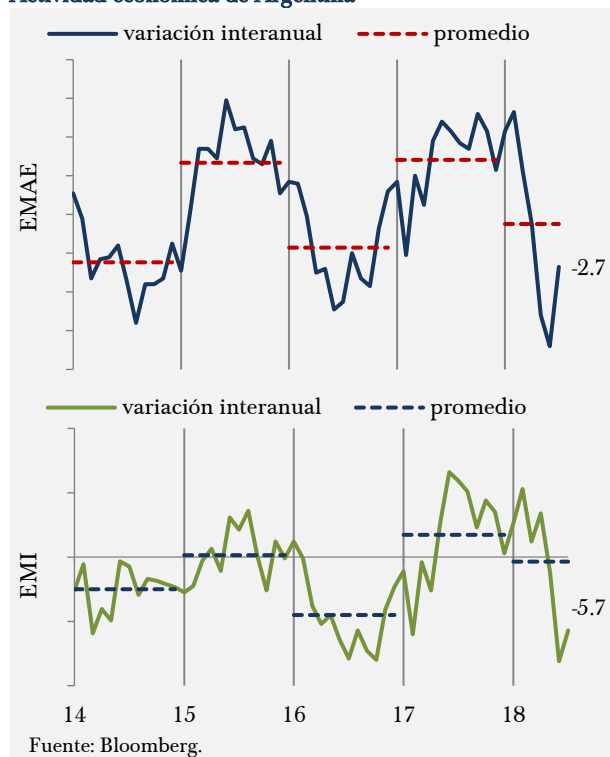


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



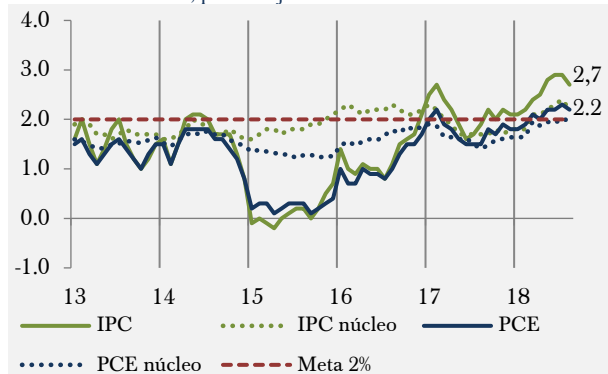
En China, la economía creció 6,7% interanual en el segundo trimestre del 2018 (6,8% en el primero), respaldado principalmente por una fuerte demanda de consumo, mientras que se prevé un crecimiento de 6,6% para el tercer trimestre. En cuanto al PMI manufacturero, este retrocedió marginalmente a 50,8 en el mes de setiembre, indicando cierta moderación en el crecimiento en comparación con los resultados del 2017. El deterioro de las exportaciones y el debilitamiento de las inversiones explican en parte estos resultados. Por otro lado, la intensificación de la guerra comercial con EEUU ha provocado que el gobierno chino decida relajar su política de control de la deuda privada interna, con el fin de evitar una caída del crecimiento económico. De esta manera, la expectativa de crecimiento para el año 2018 se ha revisado al alza, de 6,5% a 6,6%. Para el 2019 se mantiene el pronóstico en 6,3%. En cuanto a factores de riesgo, la nueva política gubernamental para incrementar la concesión de créditos y la intensificación de las disputas comerciales con EE.UU. son los de mayor relevancia (gráfico I.3).

En Brasil, la economía creció 1% interanual durante el segundo trimestre de 2018, inferior al 1,2% del primer trimestre, causado por la desaceleración de diversos sectores, en especial los de industria y servicios, en un contexto de huelgas de los camioneros. Por otra parte, el IBC-Br aumentó 2,6% en julio mientras que el PMI manufacturero ha subido ubicándose en 50,9 en setiembre (49,8 en junio) como parte de la recuperación de los efectos de la huelga de transporte. En cuanto al mercado laboral, se ha observado una mejora en los últimos meses con la disminución de la tasa de desempleo que ha caído del 12,7% en mayo al 12,1% en agosto. En este contexto, las proyecciones del PIB de Brasil se han deteriorado con respecto al IPoM anterior, bajando de 1,8% a 1,5% para el 2018 y de 2,6% a 2,4% para el año 2019. Los riesgos más significativos para Brasil se encuentran conectados a las condiciones financieras más restrictivas para los mercados emergentes, a las expectativas sobre los efectos a corto plazo de las medidas de ajuste fiscal y a la incertidumbre electoral (gráfico I.4).

En Argentina, la estimación provisoria del PIB del segundo trimestre de 2018 tuvo una variación interanual de -4,2%, explicado principalmente por la caída de las exportaciones (-7,5%) y del consumo público (-2,1%). Para el tercer trimestre se espera que la caída del producto continúe, debido a la

Gráfico I.6
Inflación en EEUU

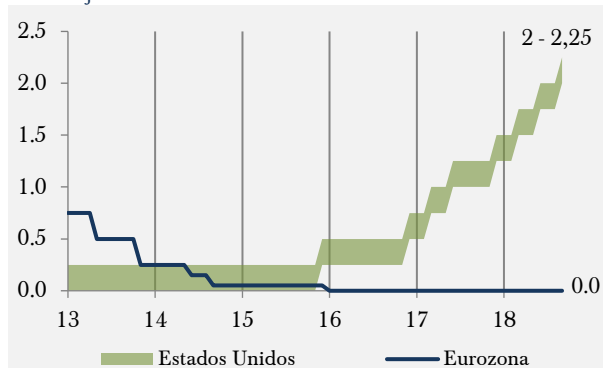
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg

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

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg

sequía que afecta gravemente al sector agrícola y a la crisis cambiaria que sufre el país. En este sentido, el EMAE se redujo en junio 6,7% interanual, al tiempo que, la actividad industrial, medida por el EMI, registró una contracción de 1,3%. Cabe aclarar que esta crisis cambiaria fue parcialmente contenida por el nuevo acuerdo entre el gobierno argentino y el FMI, que compromete al gobierno a reducir el déficit fiscal primario a un ritmo aún más rápido. En tal escenario, el pronóstico de crecimiento de Argentina ha tenido una significativa revisión a la baja tanto para el 2018 como para el 2019 (gráfico I.5).

Inflación y Política Monetaria

Las medidas de inflación de EEUU aumentaron desde el último IPoM. Por un lado, el IPC ascendió a 2,7% interanual en agosto impulsado por la suba de los combustibles y los servicios, mientras que su medida núcleo se incrementó 2,2%. Por otro lado, el índice de precios PCE aumentó 2,2%, mientras que el PCE núcleo a 2%. Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (Fed), considerando las condiciones realizadas y esperadas de la inflación y el mercado laboral, ha aumentado nuevamente el rango objetivo de fondos federales a [2% - 2,25%] en la reunión de setiembre. En adelante, va tomando fuerza la posibilidad de un cuarto aumento de la tasa de política para diciembre, basado en las perspectivas del crecimiento para el 2018, los datos de creación de empleo y las expectativas de inflación. Además, cabe señalar que, en junio del presente año, la Fed decidió acelerar su programa de normalización del balance (gráfico I.6).

En la Eurozona, la tasa de inflación a agosto se mantuvo en 2% interanual, el mismo nivel registrado en el IPoM anterior; mientras que la inflación núcleo llegó al 1%. Los principales elementos que impulsaron al incremento de la inflación fueron los rubros de combustibles, alimentos y servicios. En cuanto a la política monetaria, el BCE ha mantenido sin variaciones las tasas de referencia en las reuniones realizadas en el último trimestre. De esta manera, 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%. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, el BCE anunció que a partir de octubre reducirá la compra neta de activos a 15.000 millones de euros y que continuará a ese ritmo hasta diciembre de

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

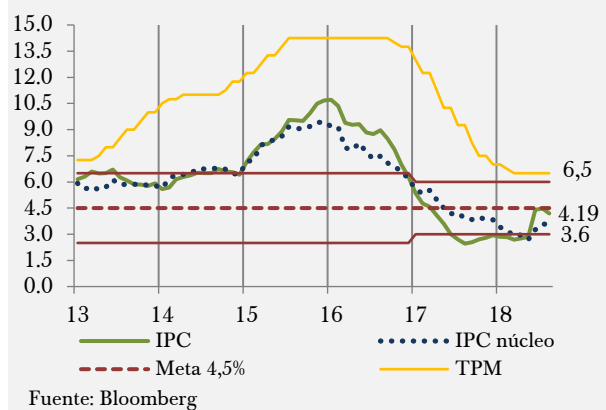


Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación mensual, porcentaje

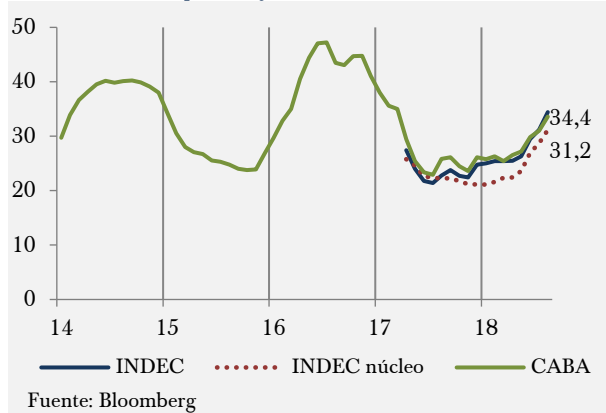
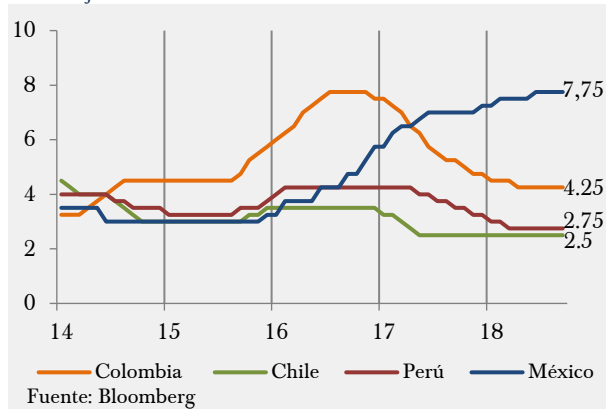


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



este año. Además, anticipó que, según los datos confirmen la tendencia de la inflación, el programa de compra de activos finalizará en enero de 2019 (gráficos I.7 y I.8).

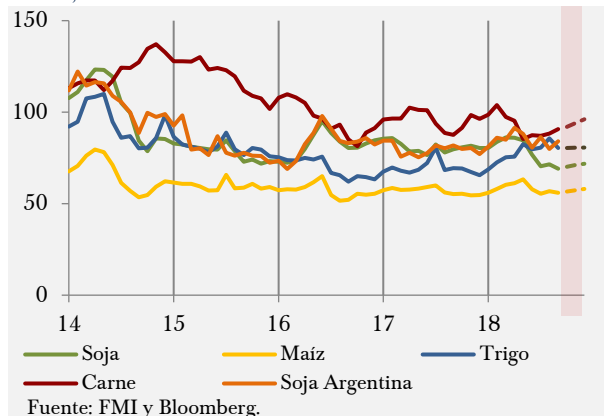
En la región, la inflación total de Brasil se ubicó en agosto en 4,19% interanual, tasa menor a la registrada en el último IPoM, por el aumento de precios de vivienda, servicios de salud y educación y gastos personales. Por su parte, la inflación núcleo repuntó levemente de 3,3% a 3,6% en agosto. Según la encuesta de Focus, se espera que la inflación sea 4,3% en 2018 y 4,2% en 2019. En este escenario, el Comité de política monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha decidido mantener la tasa SELIC en 6,5% en las reuniones del último trimestre. Según las expectativas de mercado, los agentes esperan que la tasa actual se mantenga para lo que resta del 2018 y suba en torno a 8% en 2019 (gráfico I.9).

La inflación general del INDEC de Argentina se ha acelerado desde el último IPoM, alcanzando la tasa de 34,4% interanual a agosto. Por su lado, la inflación núcleo del INDEC ha seguido también con tendencia alcista desde febrero alcanzando la tasa de 31,2% interanual a agosto. El Banco Central de la República Argentina (BCRA), luego del reciente escenario de inestabilidad cambiaria ha tomado una serie de medidas para estabilizar el mercado y resguardar su proceso de desinflación. Entre dichas medidas, se destacan que ha elevado la tasa de política monetaria en 2000 p.b. hasta 60% y ha aumentado las intervenciones cambiarias para contener la depreciación del peso. Además, en el marco de las negociaciones con el FMI, el préstamo concedido al gobierno argentino se incrementó hasta USD 57.100 millones, que compromete al gobierno a reducir el déficit fiscal a un ritmo aún mayor. Por otro lado, el BCRA ha decidido cambiar el esquema de política monetaria para reemplazar el esquema de metas de inflación por uno basado en el control de los agregados monetarios. Cabe agregar también que el BCRA ha iniciado la eliminación de las Letras del Banco Central (LEBAC) con las dos primeras subastas llevadas a cabo en setiembre (gráfico I.10).

Materias primas

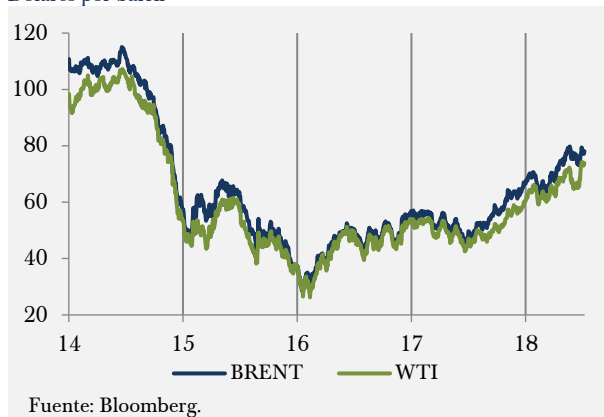
Los precios de los *commodities* seleccionados en su mayoría subieron con respecto al IPoM anterior, al tiempo que, las perspectivas sugieren que la tendencia creciente se mantendría. El precio internacional de la soja disminuyó 9,9% desde el último informe, afectado, entre otros factores,

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



por la incertidumbre en torno a los aranceles chinos a la soja americana, sin embargo, hacia adelante, se prevé su recuperación. No obstante, el precio de la soja argentina, que es actualmente tomado como referencia por los productores nacionales, ha tenido una subida del 4,3% desde el último IPoM, al estar exenta de los aranceles chinos. En cuanto al maíz, su precio continuó disminuyendo a 3,5% en el mismo periodo, mientras que, los contratos futuros sugieren una leve recuperación para diciembre. Por último, el precio de la carne tuvo un aumento del 3,6% y se espera que continúe subiendo hasta finales de año (gráfico I.12).

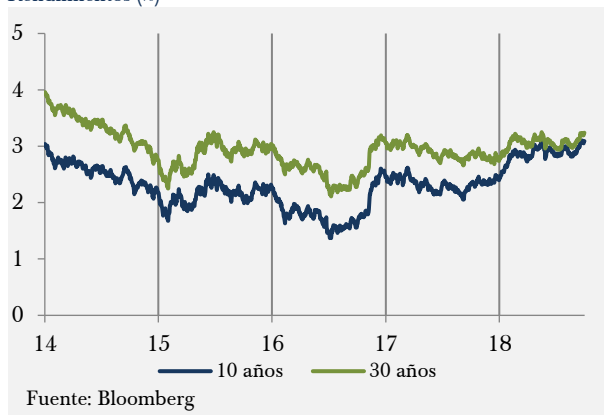
Gráfico I.13
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril



Los precios internacionales del petróleo se han incrementado en el periodo de referencia, principalmente, por la disminución del suministro de Irán, las sanciones de Estados Unidos, el rápido deterioro de la situación económica en Venezuela y la decisión del gobierno de Arabia Saudita de reducir la producción. En específico, el precio del petróleo Brent subió en 10,2%, mientras que el de WTI en 14,4% respecto al informe anterior. Los mercados de futuros sugieren que los precios continuarían subiendo (gráfico I.13).

Mercados financieros internacionales

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



Los rendimientos de los bonos del tesoro de EEUU con vencimiento a 10 y 30 años han aumentado en promedio con respecto al informe previo, impulsado por las mejores perspectivas económicas reflejadas en los datos de empleo, salarios y de los indicadores coyunturales, así como expectativas de mayor velocidad de ajuste de la tasa de política monetaria. Este incremento en los rendimientos de los bonos del tesoro se da luego de una etapa de disminución ocurrida principalmente durante mayo.

Debe mencionarse además que el diferencial entre los bonos de 30 y 10 años se ha mantenido estable desde el último informe. Sin embargo, los rendimientos de los bonos de plazos menores a 10 años han continuado subiendo, reduciendo considerablemente los diferenciales con los bonos de 30 años. Se considera que el principal motivo del incremento en el rendimiento de los bonos de menor plazo es el aumento de la tasa de política monetaria de la Fed, que afecta principalmente a los bonos de menores plazos (gráfico I.14).

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

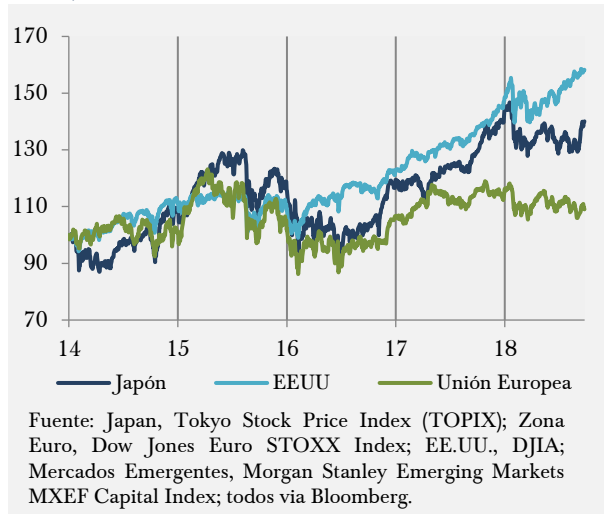
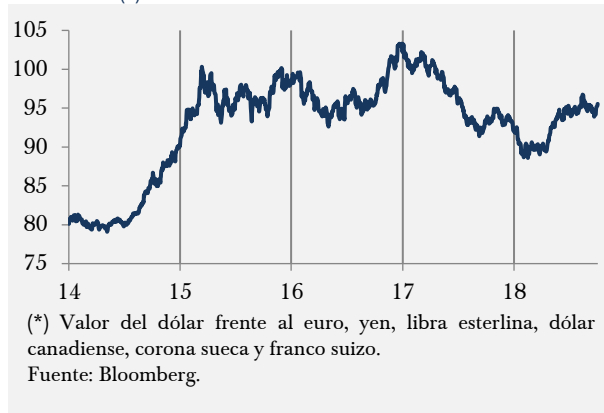


Gráfico I.16
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



El índice bursátil de los Estados Unidos ha aumentado 7,5% desde el IPoM anterior, debido al mejoramiento continuo de los indicadores económicos que respaldan a las empresas americanas. Por otro lado, el índice Nikkei se ha recuperado con respecto al nivel que registraba en el informe anterior hasta recuperar el nivel que verificaba a inicios del año. El índice europeo se encuentra relativamente en el mismo nivel que en el último informe. Su estancamiento se explica principalmente por la incertidumbre política en varios de los socios más grandes, especialmente Alemania e Italia (gráfico I.15). Finalmente, el índice de mercados emergentes tuvo una leve caída de 1,7% con respecto al informe previo, debido en parte al desmejoramiento de las perspectivas económicas para estos mercados.

La cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se apreció 1% en el periodo de referencia analizado. Esta suba en la cotización de la divisa norteamericana estuvo explicada en gran medida por el mejoramiento en las perspectivas de la economía de EE.UU. (gráfico I.16).

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1
Tasas de política monetaria y de los IRM

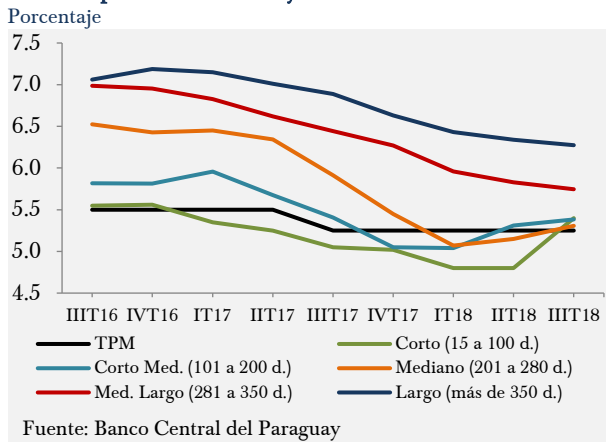


Gráfico II.2
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

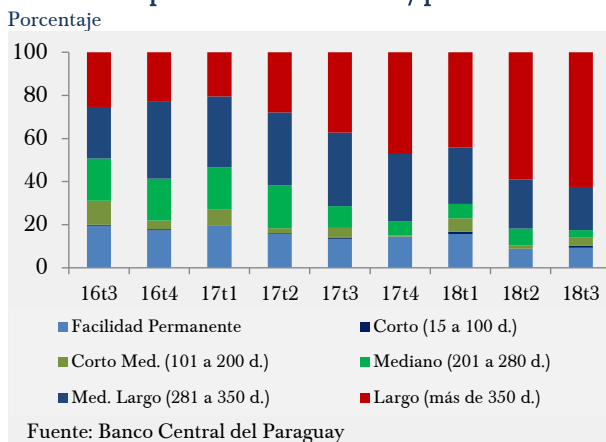
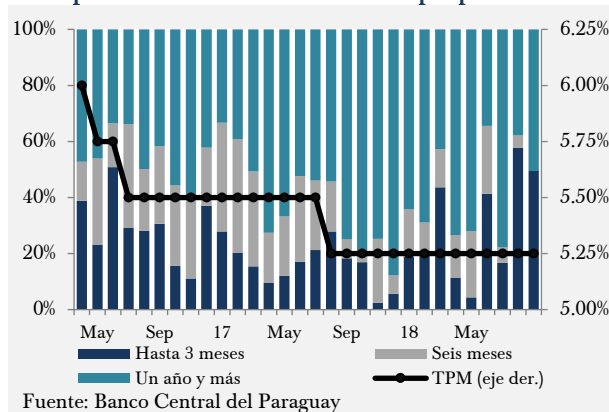


Gráfico II.3
Participación en la demanda de las LRM por plazos



Política Monetaria

En el plano internacional, la economía global ha seguido con una buena dinámica, si bien se incrementaron los riesgos a la baja, derivados de la incertidumbre asociada principalmente a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Los indicadores económicos de Estados Unidos han seguido evolucionando favorablemente, no obstante, se ha observado una moderación en el ritmo de crecimiento de la Eurozona. Por otro lado, en el ámbito regional, las proyecciones de crecimiento de las principales economías vecinas fueron revisadas a la baja debido a factores internos y externos más complejos.

En cuanto el escenario local, al inicio del tercer trimestre, los índices de actividad económica mostraron un buen dinamismo, aunque a un menor ritmo. Adicionalmente, las distintas medidas de tendencia de la inflación, como así también las expectativas de los agentes económicos, se mantuvieron en línea con la meta de inflación en el horizonte de política monetaria.

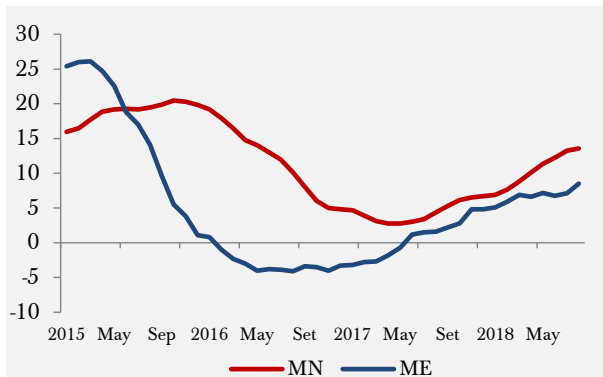
Por ello, el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA), dado este escenario, consideró mantener la tasa de política monetaria en 5,25% anual en las reuniones realizadas durante el tercer trimestre del año 2018 (gráfico II.1).

Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre, las colocaciones en Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM) mostraron una recomposición hacia los plazos de más de 350 días (Largo) y de 101 a 200 días. Así, la participación del plazo largo fue 62,5%, del plazo corto-mediano 4%, del plazo corto 0,9% y de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) 9,3% (gráfico II.2). Además de la recomposición de cartera, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo en 7,4% en relación al segundo trimestre de 2018, siendo el plazo mediano (-4,9%) y el plazo mediano-largo (-4,2%) aquellos con mayores incidencias en la reducción, compensado por los aumentos en los plazos corto (0,9%) y corto-mediano (2,3%) (gráfico II.2).

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

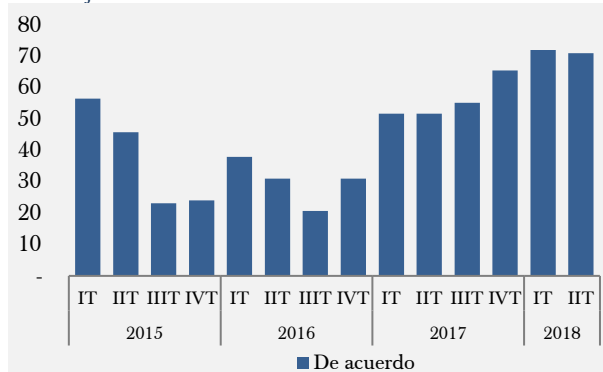
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.5
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?

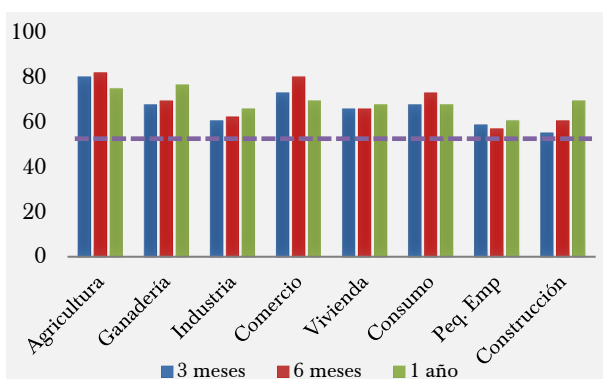
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

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

Índice de difusión



Fuente: Banco Central del Paraguay

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el tercer trimestre del año se registró mayor apetito por los plazos de los instrumentos de hasta 3 meses y de un año y más. Los demandantes prácticamente no presentaron muchas posturas por los instrumentos de seis meses. Así, en el tercer trimestre de 2018 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 47,4% del total, la de 6 meses el 3,1%, y la de 1 año y más el 49,5% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

El ritmo de crecimiento de los créditos ha seguido mejorando desde el IPoM de junio. Así, en agosto de 2018, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 13,8%, superior a la registrada al cierre del último informe (12,8%). Asimismo, los créditos en moneda extranjera verificaron un incremento de 8,5% interanual, superior al 7,2% observado hasta el mes de mayo de 2018 (gráfico II.4).

Considerando el crédito total, en términos sectoriales, se observa un aumento en la tasa de crecimiento de los préstamos destinados al sector agrícola. Asimismo, se ha observado un mayor dinamismo de los créditos destinados a las industrias y al rubro servicios, así como a los rubros venta, mantenimiento y reparación de vehículos, y agonegocios.

Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito, del segundo trimestre de 2018, muestran que el 71% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos. Esta tasa es superior a la observada en el mismo periodo del 2017 (52%), aunque ligeramente inferior al dato del primer trimestre (gráfico II.5).

Por su parte, el índice de las expectativas para la concesión de créditos se mantiene en la zona de expansión, lo cual puede contribuir a consolidar la recuperación observada en los últimos meses. A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses permanecen en la zona de expansión. La encuesta revela que las mejores perspectivas, corresponden al sector de agricultura, comercio y consumo (gráfico II.6).

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

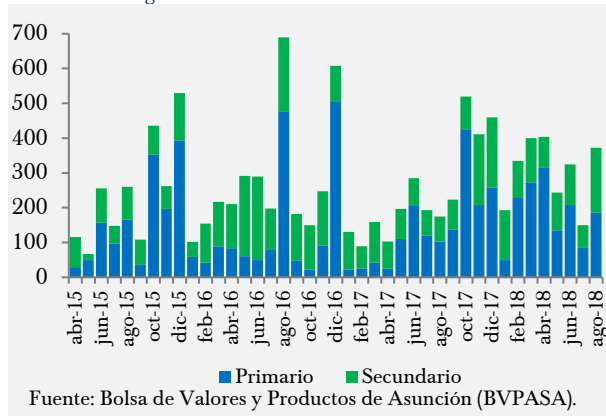


Gráfico II.8
Tipo de cambio nominal respecto al dólar
Índice ene-2017=100

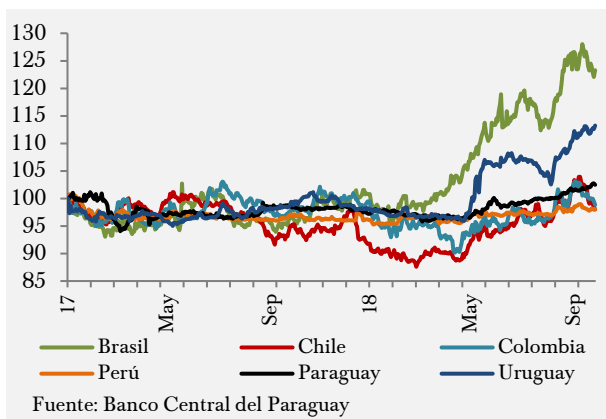
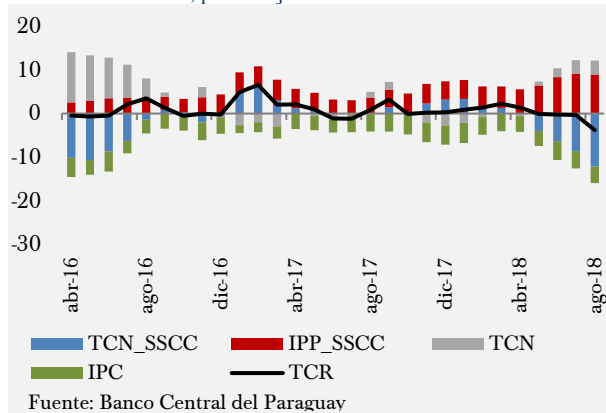


Gráfico II.9
Tipo de cambio real multilateral
Variación interanual, porcentaje



Mercado bursátil

El total negociado al mes de agosto en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 81,94%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (91,08%) y renta variable (27,54%), aunque fue marginalmente compensado por la disminución de las operaciones en instrumentos de reporto (6,87%). Por otro lado, del total negociado en los ocho primeros meses del año, el 61,13% correspondió a transacciones en el mercado primario y 38,87% al mercado secundario (gráfico II.7).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en agosto la distribución es la siguiente: Bonos Subordinados 36,2%, Bonos Públicos 20,7%, Bonos Financieros 19,5%, Acciones 15,3%, Bonos Corporativos 8,0%, Títulos de Crédito 0,3%, Bonos Bursátiles de Corto Plazo 0,1%.

En agosto la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 5,574% y en 6,174% para aquellas en moneda extranjera.

Tipo de cambio

En el tercer trimestre del año, las monedas de la región presentaron depreciaciones en relación a las cotizaciones registradas a finales del pasado trimestre. Así, las tasas de depreciaciones observadas fueron: peso uruguayo (5,5%), real brasilero (4,5%), guaraní (3,5%), peso colombiano (1,2%), sol peruano (0,6%) y peso chileno (0,4%) (gráfico II.8).

Por otra parte, en agosto de 2018, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció en 3,8% con respecto al mismo mes del año anterior y en 3,0% respecto a diciembre de 2017 (gráfico II.9). La apreciación interanual se explica principalmente por la depreciación nominal importante de los socios comerciales, en particular de Argentina y Brasil.

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1
PIB: sectores de oferta

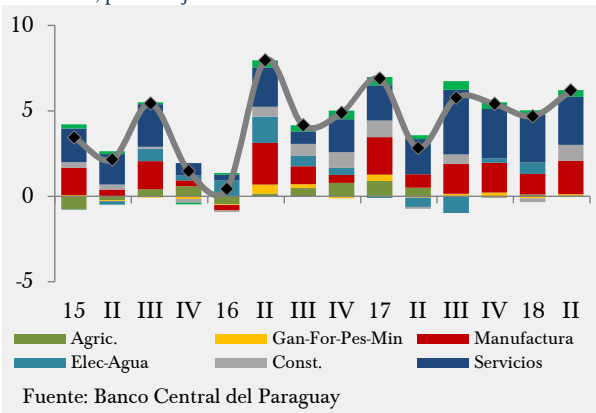
Variación interanual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1
PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2
PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2017	2017				2018	
		I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna	95,6	8,6	10,6	6,1	5,5	7,1	7,1
Consumo hogares	63,8	4,8	3,7	6,8	5,7	6,1	4,2
Consumo gobierno	10,8	-2,9	4,1	3,0	1,9	9,4	5,7
Formación Bruta de Capital	21,0	28,7	43,6	5,3	7,0	8,9	16,7
Exportaciones	36,9	10,0	-7,3	14,8	18,1	2,9	10,6
Importaciones	32,5	16,7	13,0	17,4	17,5	9,8	14,0
PIB Total	100,0	6,9	2,8	5,8	5,4	4,7	6,2

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La actividad económica mostró una importante dinámica en el segundo trimestre, con una variación interanual del PIB de 6,2%. Por el lado de la oferta, el resultado se explicó principalmente por la expansión del sector servicios, de la industria manufacturera y de las construcciones. Por el lado del gasto, el crecimiento se debió al buen desempeño de la demanda interna (consumo total e inversión). Con este resultado, la tasa de crecimiento acumulado al primer semestre de 2018 se situó en 5,4%.

El sector de los servicios registró un crecimiento interanual de 5,9% en el segundo trimestre de 2018 (situándose por encima del promedio de 4,1% de los últimos 3 años). El desempeño positivo está explicado principalmente por la buena dinámica de la actividad comercial, en directa relación con el nivel de transacciones que alcanzaron tanto las importaciones como las manufacturas, que afectan directamente al flujo de bienes en la economía, sobre los cuales se generan los márgenes de comercialización. Otras actividades que han mostrado un buen desempeño fueron las telecomunicaciones, servicios a los hogares, financieros y los gubernamentales (tabla III.1). Al cierre del primer semestre, el sector acumula un crecimiento de 6,2%.

Asimismo, la actividad manufacturera sigue mostrando una tendencia positiva exhibiendo un crecimiento interanual de 10,0% (promedio de 6,2% en los últimos 3 años) y una variación acumulada de 8,1% al primer semestre de 2018. Las ramas manufactureras de mejor desempeño en el segundo trimestre fueron bebidas y tabaco, producción de carne, lácteos, productos de la madera, textiles y prendas de vestir, la fabricación de productos metálicos, minerales no metálicos, productos químicos, maquinarias y equipos. Sin embargo, el comportamiento positivo fue atenuado por las reducciones en la producción de manufacturas de cuero y calzados, molinería y panadería (gráfico III.1).

El sector de la construcción mostró un importante repunte en el segundo trimestre de 2018, verificando un crecimiento de 16,1% en términos interanuales (caída de 3,7% en el primer trimestre), acumulando un crecimiento de 5,7% en los

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

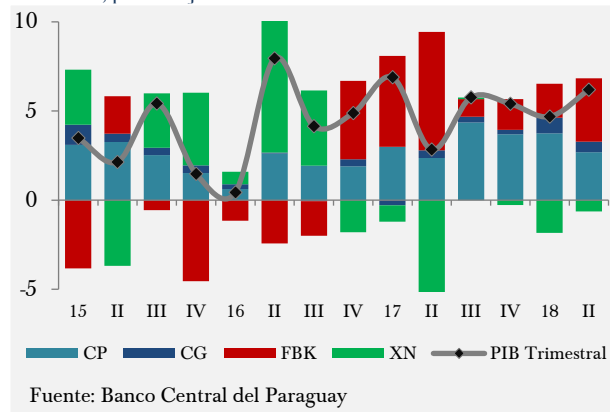


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

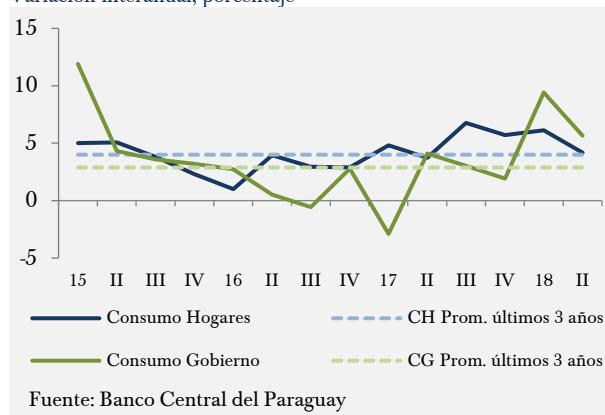
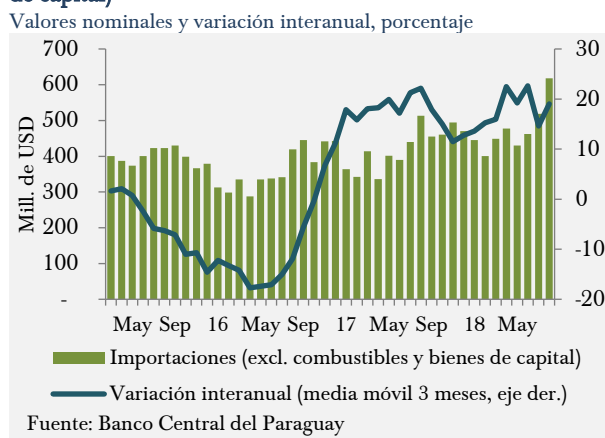


Gráfico III.4
Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)
Valores nominales y variación interanual, porcentaje



primeros seis meses del año. El comportamiento de la actividad estuvo influenciado tanto por las obras del sector público como privado. En este contexto, se observó un importante crecimiento en la demanda de los principales insumos empleados por el sector (cemento, productos refractarios, metálicos, químicos y asfalto). Las mejores condiciones climáticas también contribuyeron a la ejecución normal de las obras en este periodo.

Con respecto al sector agrícola (datos preliminares del MAG), el mismo verificó un incremento interanual de 0,7% en el segundo trimestre de 2018 (promedio de 3,3% en los últimos tres años), explicado en parte por la buena campaña sojera. Además, se observan buenos resultados en otros cultivos agrícolas como el maíz, la mandioca, el arroz, el tabaco, el sésamo, el poroto y la yerba mate. El crecimiento acumulado del sector al primer semestre se ubicó en 0,9%.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó un aumento interanual de 2,3% (promedio de 2,7% en los últimos tres años) y acumula una leve caída de 0,5% en el primer semestre del año. Si bien el nivel de faenamiento de ganado vacuno se redujo levemente en el segundo trimestre, la baja fue compensada, en parte, por los buenos niveles alcanzados en los otros rubros pecuarios como el faenamiento de aves y la producción de leche. A su vez, la actividad minera presentó un crecimiento importante debido a su fuerte interrelación con el sector de la construcción, de muy buen desempeño en el periodo de referencia.

Por otra parte, el sector de electricidad y agua (que incluye las binacionales) presentó una caída interanual de 0,2% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Este resultado se debió a la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, que se vio afectada por la reducción de los embalses como consecuencia de la escasez de lluvias en la cuenca superior (Brasil) y cuenca inmediata (Paraguay-Argentina) del río Paraná. La actividad acumuló un crecimiento de 3,9% en el primer semestre.

Por el lado del gasto, en el segundo trimestre de 2018, el crecimiento del PIB fue explicado nuevamente por la demanda interna (incremento interanual de 7,1%). Entre los principales componentes de la demanda interna, resaltaron los incrementos de 4,4% en el consumo total y de 16,7% en la

Gráfico III.5
Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

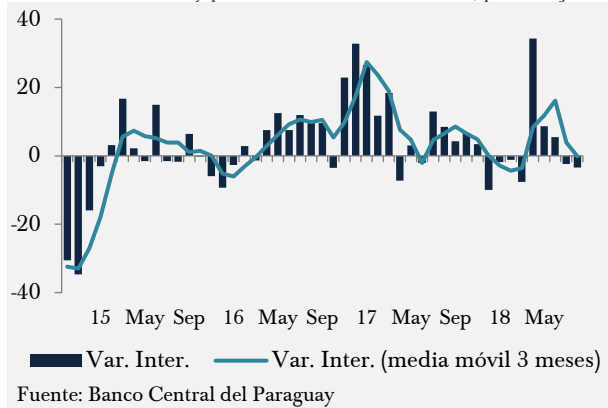


Gráfico III.6
Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

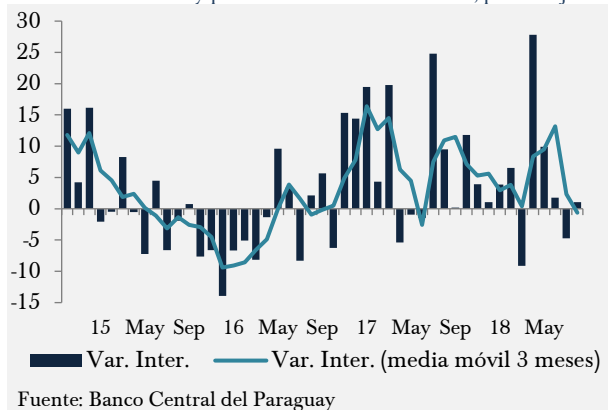
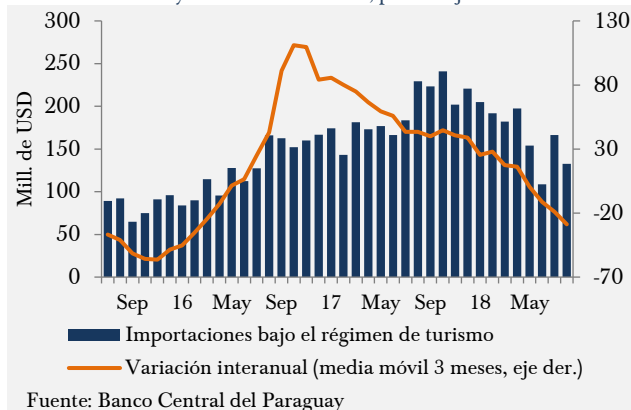


Gráfico III.7
Importaciones bajo el régimen de turismo

Valores nominales y variación interanual, porcentaje



formación bruta de capital (FBK), ambos en términos interanuales (tabla III.2).

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones positivas importantes. El consumo privado creció 4,2% en términos interanuales (levemente por encima del promedio de 4,0% de los últimos tres años), impulsado principalmente por los gastos en compras de bienes no durables tales como alimentos, bebidas alcohólicas y no alcohólicas, productos farmacéuticos, gastos en servicios, gastos de recreación, hoteles y restaurantes. De igual forma, el consumo público verificó un crecimiento interanual de 5,7%, mostrando esta trayectoria positiva por quinto trimestre consecutivo y acumulando un crecimiento de 7,5% en el primer semestre del año (gráfico III.3).

La formación bruta de capital (FBK) registró un importante crecimiento de 16,7% con respecto al mismo trimestre de 2017. En el resultado incidieron principalmente el buen dinamismo de las construcciones, y el aumento en los niveles de inversiones en maquinarias, equipos y vehículos automotores utilitarios.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones aumentaron 10,6%, mientras que las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 14,0%.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que ha contribuido al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2018, con 6,8 puntos porcentuales (p.p.) de incidencia, destacándose la formación bruta de capital con 3,6 p.p. y el consumo total con 3,2 p.p. Por otro lado, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa de -0,6 p.p.

Por último, conforme a los indicadores adelantados de corto plazo, el dinamismo de la actividad económica se ha moderado en el tercer trimestre. Por un lado, es conveniente recordar que la base de comparación es más elevada, teniendo en cuenta que en el tercer trimestre del 2017 la variación interanual fue 5,8%. Por otro lado, el escenario externo más complejo ha estado afectando al comercio en las zonas fronterizas del país, a lo que también se suma la caída de la producción de energía eléctrica, afectada por factores exógenos (clima) (gráfico III.7).

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

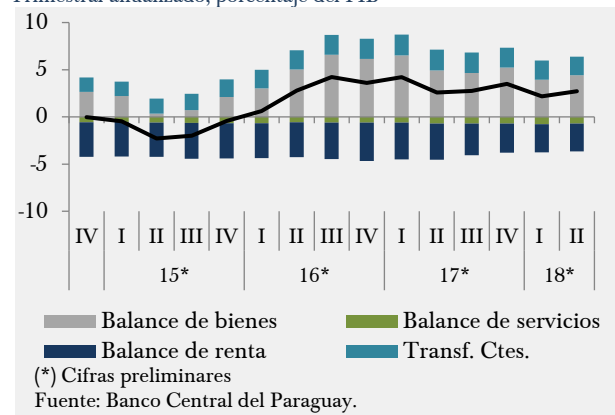


Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2016 *	2017 (f)	2018 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	1.275,8	1.356,1	220,3
Balanza Comercial	2.195,3	2.022,1	775,6
Exportaciones	11.984,1	13.546,3	13.713,9
Importaciones	-9.788,8	-11.524,2	-12.938,3
Servicios	-221,0	-273,0	-280,7
Renta	-1.473,9	-1.215,7	-1.154,9
Transferencia Corriente	775,5	822,7	880,3
Cuenta Corriente (% PIB)	3,5	3,4	0,5

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

Cuenta Corriente

Los datos del comercio exterior, en particular los de exportaciones, han sido ajustados conforme a los resultados de los cuadros de equilibrio de Oferta y Utilización derivados del nuevo año base de las Cuentas Nacionales del Paraguay (base 2014). Con estas nuevas cifras, así como a algunos ajustes en los datos de renta provenientes de la actualización de informaciones de la Inversión Extranjera Directa (IED), el saldo de la cuenta corriente se sitúa en USD 1.275,8 millones (3,5% del PIB) para el 2016 y USD 1.356,1 millones (3,4% del PIB) para el 2017.

Asimismo, las estimaciones para el año 2018 han registrado cambios con relación al IPoM anterior, principalmente por las mismas razones señaladas, como así también incorpora la información más actualizada disponible sobre el comercio exterior al tercer trimestre.

En cuanto a las exportaciones, en los últimos meses se ha venido observando una reducción en términos interanuales de los envíos de carne y de energía eléctrica, como así también de las reexportaciones, las cuales están muy ligadas al desempeño económico de Brasil y a la evolución de su moneda. No obstante, se ha verificado una buena dinámica de las exportaciones de granos de soja, harina de soja y de las manufacturas de origen industrial, principalmente de autopartes. Dado esto, se espera un crecimiento moderado de 1,2% de las exportaciones (en valores) para el cierre del 2018, inferior a lo previsto anteriormente.

Por otra parte, las importaciones han seguido mostrando una buena dinámica en los últimos meses, explicada fundamentalmente por las mayores compras para uso interno, tanto de bienes de consumo, intermedios y de capital. Sin embargo, las importaciones bajo el régimen de turismo, que son productos destinados a la reexportación, muestran una caída al tercer trimestre del año. En este contexto, las estimaciones de crecimiento de las importaciones (en valores) para el 2018 se revisaron al alza, de 6,7% a 12,3%.

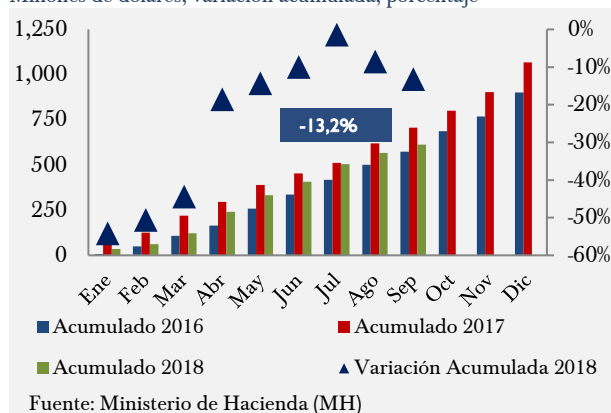
Con estos nuevos datos, la previsión del saldo de cuenta corriente para el 2018 se ubica en USD 220 millones, que representa 0,5% del PIB en dólares proyectado para el año.

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

	Setiembre 2017	Setiembre 2018	Variación (%)
Ingreso total recaudado	22.414	24.051	7,3%
Ingresos tributarios	16.157	17.443	8,0%
Otros ingresos	6.257	6.608	5,6%
Gasto total obligado	19.633	21.813	11,1%
Remuneración a los empleados	9.517	10.512	10,5%
Uso de bienes y servicios	1.807	2.120	17,4%
Prestaciones sociales	3.179	3.714	16,8%
Otros gastos	5.131	5.467	6,5%
Adquisición neta de activos no financieros	3.538	3.072	-13,2%
Balance operativo	2.781	2.238	
Préstamo neto/endeudamiento neto	-757	-833	

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 IPoM de junio, los ingresos fiscales presentaron cierta desaceleración, mientras que, el crecimiento del gasto obligado se mantuvo similar al registrado en junio. Como resultado, el balance fiscal anualizado a setiembre fue deficitario, aunque en línea con la regla fiscal. Por otra parte, la contracción interanual de la inversión pública se ha pronunciado.

Así, el ingreso total recaudado a setiembre ascendió a 24,1 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 7,3% comparado con el mismo periodo del año anterior. Este resultado se debe al aumento de los Ingresos Tributarios en 8,0% y de la cuenta Otros Ingresos en 5,6% (incluyen entre otros a los ingresos provenientes de las Regalías y Compensaciones de Itaipú y Yacyretá y otras Rentas de la Propiedad) (Tabla III.4).

Por su parte, el gasto total obligado a setiembre totalizó 21,8 billones de guaraníes, lo que representa un aumento de 11,1% respecto al acumulado a setiembre de 2017. Este resultado se explica por el incremento de los gastos en concepto de remuneración a los empleados, uso de bienes, servicios y prestaciones sociales y otros gastos.

La Adquisición Neta de Activos no Financieros que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró una disminución acumulada de 13,2% al mes de setiembre (-10% en junio) (gráfico III.9).

Finalmente, ante el mayor incremento de los gastos, frente al incremento de los ingresos, la Administración Central arrojó un déficit fiscal de 0,8 billones de guaraníes al cierre del tercer trimestre del año, lo que en términos anualizados representa el 1,1% del PIB (base 2014), por debajo del límite establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal (1,5% del PIB).

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

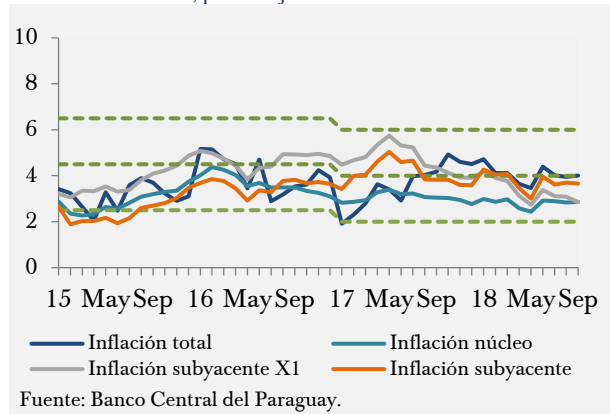


Gráfico III.11
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

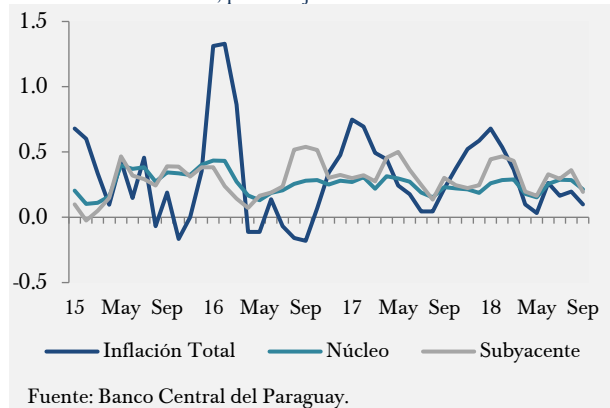
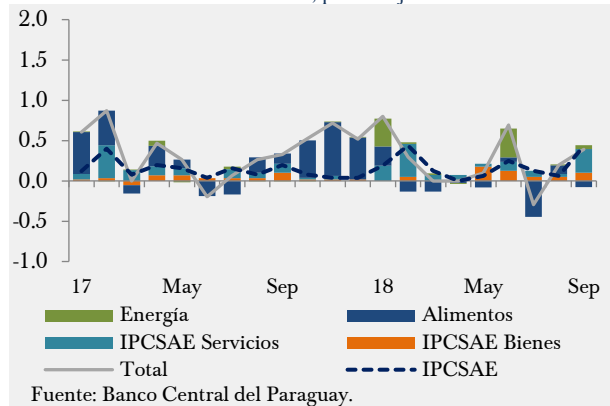


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total, como así también sus medidas de tendencia se han mantenido relativamente estables, aunque en promedio se han situado ligeramente por encima de las tasas registradas en el segundo trimestre. Este resultado está explicado, en parte, por las subas registradas en los precios los bienes duraderos de origen importado, combustibles y algunos servicios de la canasta.

En el tercer trimestre, la inflación total verificó una variación interanual promedio de 4%, superior al dato del segundo trimestre (3,8%), pero levemente inferior a la tasa observada en el mismo periodo del 2017 (4,1%). Por su parte, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras), la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) y la núcleo promediaron tasas interanuales de 3,7%, 3% y 2,9%, por encima de los registros del segundo trimestre, 3,5%, 3,1% y 2,6%, respectivamente (gráfico III.10).

Con respecto a la tasa mensual, la inflación promedio entre julio y setiembre fue 0,1%, por debajo del 0,3% observado entre abril y junio del 2018, y también inferior al observado en el tercer trimestre del año pasado (0,2%). De igual manera, la inflación núcleo y la subyacente promediaron tasas iguales de 0,2%, en tanto las registradas entre abril y junio de 2018 fueron de 0,3% para ambos indicadores (gráfico III.11).

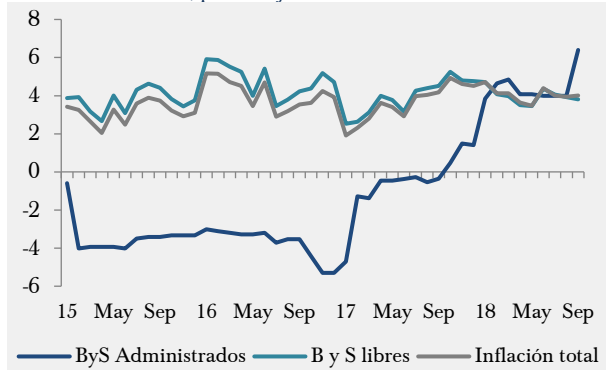
En cuanto a la incidencia del IPCSAE en la inflación mensual, se destaca el componente de servicios con relación al de bienes. En la inflación mensual promedio del tercer trimestre (0,1%), el IPCSAE servicios registró una incidencia promedio, de 0,13 p.p., mientras que IPCSAE bienes promedió 0,07 p.p. Por su parte, en este mismo periodo, la incidencia promedio de los alimentos fue negativa (-0,14 p.p.), en tanto que la energía mostró una incidencia promedio positiva, aunque baja (0,02%) (gráfico III.10) (gráfico III.12).

El resultado inflacionario en el tercer trimestre del año 2018 estuvo caracterizado por incrementos de precios principalmente de los bienes duraderos, combustibles, así como también a las subas en algunos servicios de la canasta. Sin embargo, los alimentos en el periodo julio-setiembre registraron (en promedio) disminuciones, observándose bajas principalmente en aquellos rubros con precios volátiles, productos lácteos, azúcar y carne vacuna. Con relación a este último producto, el comportamiento se debió a una mayor

Gráfico III.13

Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

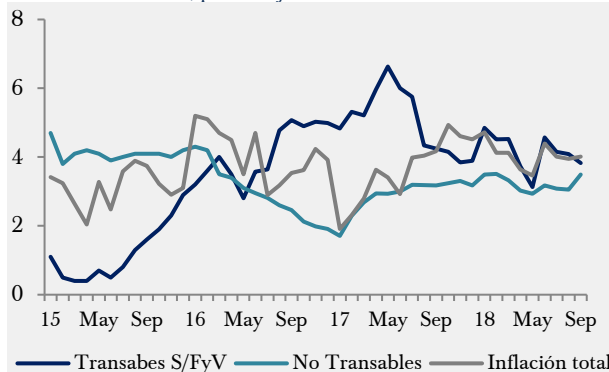
oferta con destino al mercado doméstico debido a una reducción interanual registrada en las exportaciones en los meses de agosto y setiembre. Por otro lado, en el segmento de alimentos se observaron incrementos como los observados en productos panificados, harina de trigo, productos sustitutos de la carne vacuna, y bebidas no alcohólicas, entre otros.

Por su parte, los bienes administrados mostraron un incremento interanual promedio de 4,8%, mayor al 4,1% observado en el segundo trimestre del año 2018, explicado por el reajuste en la tarifa de la provisión de agua potable³. En tanto que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 3,9% (3,8% en el segundo trimestre del 2018) (gráfico III.13).

Gráfico III.14

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

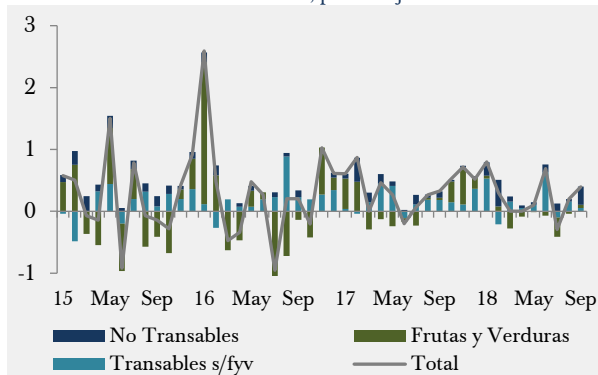
Desde el punto de vista de los bienes no transables y transables, la inflación interanual se debió al repunte de los primeros (gráfico III.14). Esta misma explicación se aplica para la inflación mensual (gráfico III.15). Entre los bienes no transables, se destacaron los incrementos de precios en alquiler de vivienda, servicio doméstico, gastos en salud, pasaje aéreo, paquetes turísticos al interior, servicio de mantenimiento de vehículos, alimentos consumidos fuera del hogar, y servicio de cuidado personal, entre otros.

La depreciación del tipo de cambio (guaraníes por dólar) también ha influido en alguna medida en el resultado inflacionario de los últimos meses. En el trimestre entre julio y setiembre, la variación interanual promedio de los precios de los bienes importados (sin frutas y verduras) se ubicó en 5%, por encima del 3,4% observado en el trimestre previo. Asimismo, los precios de los bienes duraderos, que en gran parte son importados, crecieron 3,9% en promedio en el tercer trimestre, mayor al 2,3% del periodo anterior (gráfico III.16).

Gráfico III.15

Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación mensual, porcentaje



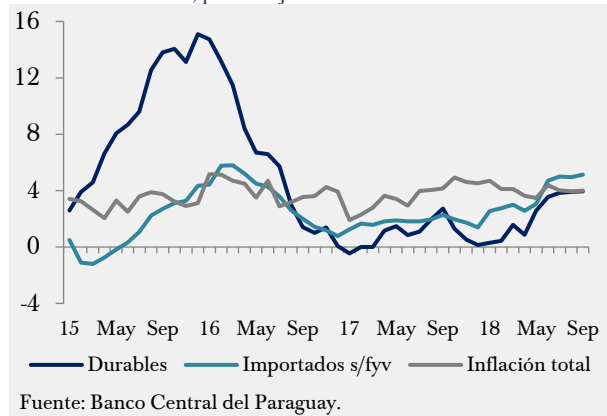
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Con respecto a los bienes derivados del petróleo durante el tercer trimestre, se registraron aumentos en los precios de los combustibles en el mercado interno, subrayándose subas en los precios de las naftas, gasoil común, gasoil aditivado y gas de uso doméstico, afectados por el aumento del precio del crudo en los mercados internacionales y la depreciación de la moneda local con relación al dólar estadounidense.

Los incrementos de precios observados en el tercer trimestre del año estuvieron concentrados en varios productos de la

³ Resolución ERSSAN N° 1/2018, Acta N° 672/2018 de fecha 31 de mayo de 2018.

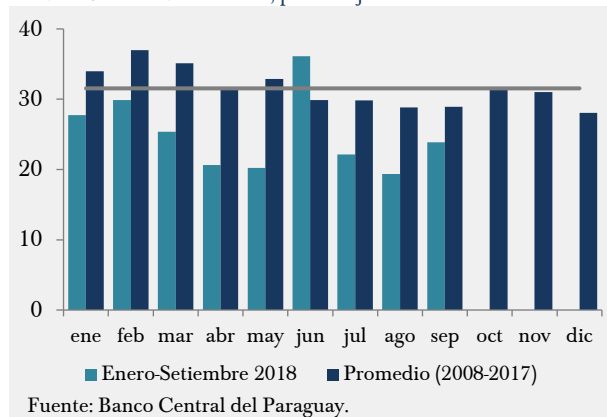
Gráfico III.16
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



canasta, así la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió 21,8% en este periodo, por debajo del promedio histórico del trimestre (28,9%) (gráfico III.17).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de setiembre, se ubican en 4,2% para el cierre del año 2018. Asimismo, tanto para los próximos 12 meses como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman también una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

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



IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

De manera similar al último IPoM, la economía mundial continuaría creciendo con firmeza, aunque de manera desigual entre economías avanzadas, emergentes y en desarrollo.

Al respecto, la economía estadounidense seguiría con su buena dinámica, impulsada en gran medida, por los estímulos fiscales y la demanda privada de por sí pujante. Mientras tanto, en la Eurozona, los indicadores de corto plazo de algunos países se han expandido menos de lo esperado, conduciendo a una revisión ligera y a la baja de los pronósticos de crecimiento del PIB.

Por su parte, en la región, las previsiones de Brasil y Argentina nuevamente han sido corregidas a la baja y de manera muy significativa en esta última. Entre los factores que han afectado las perspectivas de tales economías, se destacan los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil, mientras que, en Argentina, las condiciones financieras más restrictivas y las políticas de ajuste a ser implementadas. En cuanto a la inflación, se prevé una inflación más alta en Brasil y, sobre todo, en Argentina.

A nivel global, la tasa de crecimiento prevista para este año y el próximo se revisó a la baja en 0,1 p.p. respecto al IPoM anterior, con lo que el crecimiento mundial de 3,6% en 2018 y 3,5% en 2019 (tabla IV.1).

En Estados Unidos, las proyecciones se mantienen en 2,9% para este año y se revisan levemente al alza para 2019 de 2,4% a 2,5%. Las perspectivas para la Eurozona fueron corregidas marginalmente a la baja de 2,2% a 2,1% para 2018 y de 1,9% a 1,8% para 2019.

Las estimaciones para China presentan una mejora marginal para 2018, con lo que la tasa de crecimiento del PIB pasaría a 6,6% en 2018 (6,5% IPoM anterior), mientras que para el 2019 se mantienen en 6,3%.

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

	2017	2018(f)	2018(i)
Sector Primario	4,3	0,6	0,1
Agricultura	4,1	0,5	0,0
Ganadería	2,2	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	10,4	8,0	0,1
Sector Secundario	4,7	4,8	1,6
Manufactura	8,4	6,5	1,3
Construcción	5,3	3,0	0,2
Electricidad y Agua	-3,7	2,0	0,2
Sector Terciario	5,8	4,7	2,2
Gobierno General	1,6	6,6	0,6
Comercio	11,2	5,8	0,6
Otros Servicios ⁴	5,2	3,7	1,0
Impuestos	5,5	5,0	0,4
PIB a precios de mercado	5,2	4,3	4,3
PIB sin agricultura, ni binacionales	6,3	4,9	

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

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

	2016	2017	2018 (f)
PIB	4,3	5,2	4,3
Demanda Interna	1,8	7,6	5,0
Formación bruta de capital	-1,0	18,9	4,8
Formación bruta de capital fijo	3,6	5,8	4,8
Consumo total	2,5	4,7	5,0
Consumo privado	2,7	5,3	4,8
Consumo público	1,5	1,6	6,5
Exportaciones de bienes y servicios	8,4	8,2	4,5
Importaciones de bienes y servicios	0,9	16,2	6,5
Cuenta corriente (% del PIB)	3,5	3,4	0,5
FBKF (% del PIB nominal)	18,8	18,6	19,4

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

Con respecto a las economías de la región, de nuevo, se prevé un menor crecimiento del PIB para Brasil y Argentina respecto a lo previsto en el IPoM anterior. En cuanto a Brasil, las perspectivas han sido corregidas a la baja en 0,3 p.p. para 2018 y en 0,2 p.p. para 2019, por lo que el crecimiento sería de 1,5% y 2,4% respectivamente. Por su parte, Argentina presenta una importante revisión a la baja en su proyección de crecimiento para el 2018, de 1,8% a -1,6% y de 2,7% a 0,0% para el 2019. En línea con ello, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los socios comerciales se revisaron a la baja para 2018 y 2019 (tabla IV.1).

Respecto a la inflación, en Estados Unidos no se prevén cambios para este año respecto a la tasa prevista en el IPoM de junio (2,5%). Para el próximo año, la inflación se ubicaría en 2,3% anual, denotando un incremento marginal de 0,1 p.p. respecto al informe anterior. Por su parte, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 1,9% y 2,1% en el mismo periodo. En la Eurozona, la inflación prevista presentó un incremento de 0,1 p.p. por encima de lo estimado en el IPoM anterior, de este modo se ubicaría en 1,7% anual en 2018 y en 2019.

En la región, a diferencia del informe anterior, se incrementó para Brasil la expectativa de cierre de la inflación de este año. Así, la inflación esperada es de 4,2% anual en el 2018 (3,8% en el IPoM anterior). Para el 2019 se espera un nivel similar al de este año (4,2%). Por otro lado, las estimaciones de inflación para Argentina fueron corregidas de nuevo al alza para el 2018. Estas indican que este año cerraría con una inflación de 43,3% (28,7% IPoM de marzo), mientras que, para el próximo año, se prevé un menor nivel de inflación en torno a 27%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en 2,0% en promedio en 2018, similar a lo previsto en el IPoM anterior. En 2019, el rendimiento estimado es 2,775%. Con relación al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, las estimaciones indican que se ubicaría, en promedio, en 2,95% anual en 2018, previéndose un aumento gradual

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

	2017	2018(f)	2019(f)	2020(f)
Inflación IPC promedio (*)	4,7	3,9	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	4,5	3,8	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,7	4,1	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	4,2	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

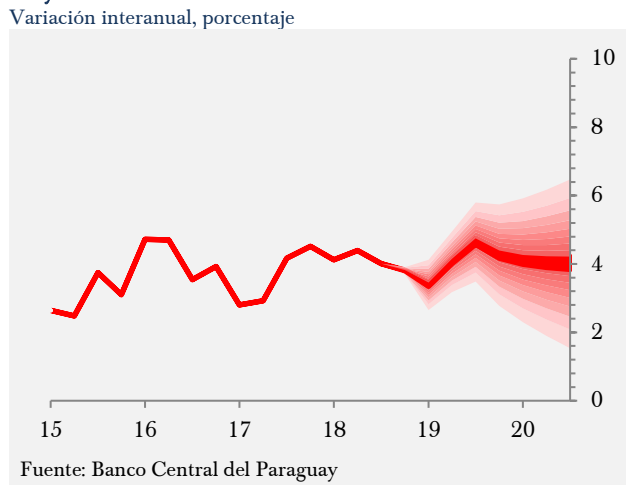
(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Gráfico IV.1
Proyección de inflación
Variación interanual, porcentaje



durante el 2019 que lo ubicaría en 3,35% anual, en promedio.

En el plano doméstico, la estimación de crecimiento el PIB fue corregida de 4,7% a 4,3%. Este menor pronóstico se explica por la corrección a la baja en el sector de agua y electricidad y manufacturas, en el sector secundario. Asimismo, en el sector primario, el ajuste se realizó tanto para agricultura como para ganadería. En contrapartida, en el sector terciario, la revisión fue al alza, debido en gran medida a los servicios gubernamentales y otros servicios, en tanto que para comercio se prevé una menor tasa de variación positiva (tabla IV.2). Por el enfoque del gasto, la demanda interna mantiene la misma cifra de crecimiento que el informe anterior, sin embargo, al interior, el consumo privado fue revisado levemente a la baja y compensado por la suba del consumo público. De esta manera, el ajuste en el pronóstico del PIB, se explica fundamentalmente por la incidencia más negativa de la demanda externa neta (tabla IV.3).

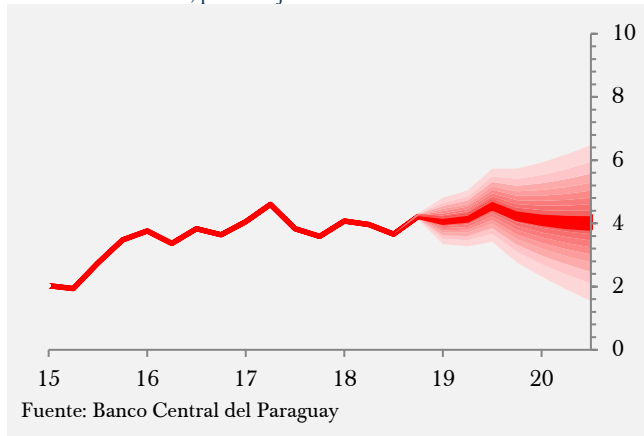
Con relación a los precios, la inflación proyectada para el cierre del 2018 fue ajustada levemente de 3,7% a 3,8%, mientras que la subyacente fue revisada de 3,7% a 4,2%. Estas correcciones al alza se explican principalmente por ajustes de precios que se dieron en los últimos meses, tales como el aumento de los precios de los combustibles, el pasaje urbano, algunos servicios, como así también de los bienes importados, que fueron afectados por la depreciación del tipo de cambio (tabla IV.4). Posteriormente, la inflación total se ubicará por encima del 4% durante la segunda mitad de 2019 y luego convergerá gradualmente a la meta hacia el horizonte relevante de política monetaria (tercer trimestre del 2020) (gráficos IV.1 y IV.2).

Escenarios de Riesgo

El escenario base refleja aquellos factores y eventos con una probabilidad de ocurrencia más elevada. No obstante, existen otros riesgos que podrían desviar a la inflación doméstica de su trayectoria esperada, dado algún cambio en el contexto macroeconómico interno y externo.

En el ámbito internacional, el impulso de la economía global se ha moderado en los últimos meses, especialmente en algunas economías avanzadas, como la Eurozona y el

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



Reino Unido. En contrapartida, los indicadores de actividad y del mercado laboral de Estados Unidos han continuado evolucionando favorablemente, en parte explicado por los estímulos fiscales del gobierno. No obstante, los riesgos a la baja para las perspectivas globales se han intensificado, luego de la aplicación de medidas arancelarias por Estados Unidos y las represalias por parte de China. Por otra parte, la Reserva Federal ha seguido con la normalización de su tasa de política monetaria, la cual se espera continúe hacia finales de este año, como así también en el 2019, hasta converger a los niveles de largo plazo. En este escenario, las condiciones financieras internacionales se volverían más ajustadas y las presiones a la baja para las monedas de las economías emergentes podrían continuar.

Respecto de la Eurozona, las previsiones de crecimiento señalan que la economía continuará creciendo, aunque a un ritmo más moderado. Al respecto, la situación política y los problemas fiscales de Italia, son factores que aumentan los riesgos en la región. Además, se mantienen la incertidumbre respecto a las negociaciones del *Brexit* que podrían traer consigo barreras comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea.

En China, se espera una moderación en el crecimiento respecto al 2017, debido en parte, a la desaceleración de la demanda externa. Adicionalmente, las tensiones comerciales con Estados Unidos representan un riesgo importante a la baja para las perspectivas de crecimiento. Teniendo en cuenta que China es uno de los principales demandantes de commodities en el mundo, una desaceleración más allá de lo esperado de su economía, podría ejercer alguna presión a la baja sobre los precios de las materias primas. En cuanto a Paraguay, en lo referente a la imposición arancelaria de China a la soja proveniente de Estados Unidos, podría significar una mayor demanda de la soja producida en Sudamérica, con lo cual, los efectos negativos sobre el precio podrían ser atenuados.

En la región, Brasil ha venido mostrando un menor dinamismo de la actividad económica, explicado en parte, por la huelga de camioneros que ha afectado la producción industrial y la cadena de suministros. Por otro lado, persisten los desafíos para la implementación de la reforma fiscal, principalmente en el contexto actual de incertidumbre política. Si bien las perspectivas de crecimiento siguen siendo positivas, se han ido ajustando a

la baja en los últimos meses. En este contexto, el real brasileño se depreció en un porcentaje importante. Con respecto a Paraguay, esta moderación de la actividad y el debilitamiento de su moneda han afectado a la economía local, específicamente al comercio en las zonas fronterizas.

En Argentina, la situación económica se ha vuelto mucho más compleja, lo cual se ha reflejado en significativa corrección a la baja en sus previsiones de crecimiento. Además, el tipo de cambio se ha depreciado sustancialmente en meses recientes. La recuperación de esta economía, en el mediano plazo, dependerá en gran parte de la implementación exitosa de las medidas establecidas en el acuerdo Stand-By con el FMI. Con respecto a Paraguay, la menor actividad económica, y sobre todo la elevada depreciación del peso argentino, que implica precios más competitivos de los productos argentinos, también ha afectado negativamente al comercio fronterizo.

Por otro lado, el incremento del precio del petróleo ha estado ejerciendo presiones sobre los precios domésticos. Si bien, las previsiones apuntan a una normalización del precio, incluso una reducción en los próximos años, la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones recientes entre Estados Unidos y Arabia Saudí plantea un nuevo escenario para los precios del petróleo, que será mejor visualizado en los próximos meses. Este contexto, asociado al fortalecimiento del dólar, implicaría presiones sobre la inflación de las economías importadoras de petróleo o de sus derivados. En el caso de Paraguay, se ha estado verificando aumentos de los precios de los combustibles. No obstante, es apropiado señalar que, conforme a la evidencia de los últimos años, sus efectos de segunda vuelta sobre la inflación han sido moderados (Recuadro I).

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

Recuadro I: Traspaso de cambios en el precio del petróleo a la inflación de Paraguay

Introducción

En Paraguay, así como en la mayoría de los países, los combustibles derivados del petróleo representan una parte no despreciable de los insumos de producción, como así también del consumo final de los hogares. En consecuencia, los cambios que ocurren en la cotización internacional del petróleo influyen sobre los precios internos. Dependiendo de la magnitud de sus efectos sobre las medidas de inflación o de sus implicancias para las expectativas de inflación, estas variaciones son relevantes para las discusiones en el ámbito de la política monetaria.

En este contexto, el presente apartado pretende analizar y cuantificar el impacto directo e indirecto de un cambio en el precio internacional del petróleo sobre los precios domésticos.

Revisión bibliográfica

En el periodo reciente, el precio del petróleo se ha incrementado significativamente. En enero de 2016, el precio por barril (Brent) se ubicaba en torno a los USD 31, mientras que en setiembre de 2018 alcanzó los USD 79, lo que representa un aumento cercano a 150%.

A pesar del incremento sustancial, esto no se ha traducido en presiones inflacionarias significativas para los países importadores, al menos a la escala que se observó entre mediados y finales de la década del 70, cuando los shocks del precio del petróleo fueron considerados como una fuente importante de perturbaciones macroeconómicas, dado que coincidió con un periodo de bajo crecimiento, alto desempleo y elevada inflación en las economías industrializadas. Episodios similares ya se han registrado a finales de los 90 y durante la siguiente década, sin evidenciarse tampoco un efecto comparable con la década del 70.

Con relación a lo mencionado en el punto anterior, Blanchard y Galí (2007) han intentado identificar las probables causas del menor impacto de los incrementos del precio del petróleo en la década de los 2000, con respecto a lo que fue en los años 70. Ellos encontraron

evidencia de que el entorno en el cual se dieron los aumentos fue muy diferente entre ambas décadas. Los autores concluyen que la menor participación del petróleo en la producción, la mayor flexibilidad en el mercado laboral, las mejoras en la implementación de la política monetaria y la no concurrencia temporal de otros shocks adversos (“buena suerte”), pudieron haber contribuido en gran medida al menor traspaso de los aumentos del precio del petróleo a la inflación, como así también al menor efecto sobre la actividad económica.

En cuanto a la política monetaria, la mayor independencia y el compromiso más firme de los bancos centrales con la estabilidad de precios contribuyó al mejor anclaje de las expectativas, lo cual pudo haber mejorado el *trade-off* al que se enfrentan los hacedores de política.

En la misma línea, De Gregorio et al. (2007), para una muestra de 34 países, encuentran evidencia de una caída en la magnitud del traspaso. Ellos sostienen que esta reducción, se debe, entre otros factores, a la disminución de la intensidad económica del petróleo, al menor traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios y al ambiente inflacionario más favorable.

Canales de transmisión

Los efectos de una variación de los precios del petróleo sobre los precios domésticos se pueden dividir fundamentalmente en dos partes. El primero se denomina efecto directo o de “primera vuelta”, que se refiere a la incidencia que tiene sobre los precios de los combustibles derivados del petróleo. El segundo se denomina efecto indirecto o de “segunda vuelta”, que tiene en cuenta el cambio de precios de otros productos del resto de la economía, que no tienen una relación inmediata con el precio del petróleo. A su vez, este efecto indirecto podría darse, ya sea por el incremento en los costos de producción, como así también por el efecto que podría tener sobre las expectativas de inflación, lo cual podría presionar los salarios nominales y posteriormente los precios finales al consumidor. A partir de allí se podría generar un círculo vicioso de subas entre inflación y salario. Por

ello, para la autoridad monetaria, estos efectos indirectos son los más relevantes de monitorear, de tal manera a adoptar la decisión más oportuna para el cumplimiento de su objetivo de inflación.

En el primer caso, el efecto se observaría “directamente” sobre los precios de los combustibles, mientras que en el segundo, el grado de traspaso se podría identificar en las medidas subyacentes, que excluyan justamente los precios de los derivados del petróleo.

Metodología

Para la cuantificación de los efectos se estiman modelos de Vectores Autorregresivos (VAR) en los cuales se consideran, además del precio del petróleo (OIL), otras variables relevantes para explicar la dinámica de la inflación local. Se incluye el precio de los combustibles (COMB), que capturaría el efecto directo y el Índice de Precios Subyacente (IPC-X1)⁵ a través del cual se intenta capturar el efecto de segunda vuelta, y el Índice de Precios al consumidor (IPC) para cuantificar el impacto total. Además se incorporan, el Índice de Actividad Económica (IMAEP), el tipo de cambio nominal (TCN), un agregado monetario (M1) y la tasa de interés doméstica (IRM)⁶. En cuanto a las variables internacionales, además del precio del petróleo (OIL), se incluye la tasa de interés de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a tres meses (TB3).

El análisis se realiza con datos en frecuencia mensual que abarcan desde enero 2006 a junio 2018. Esta muestra se ha elegido, por un lado, teniendo en cuenta que las condiciones estructurales de la economía paraguaya parecen no haber cambiado sustancialmente en este periodo. Por otro lado, considerando la evidencia a nivel internacional que el traspaso ha ido cambiando en las últimas décadas, es apropiado tomar una muestra no muy larga.

En la especificación del modelo, las variables se expresan en variaciones interanuales, a excepción de las tasas de interés (TB3 e IRM) que están en niveles.

En los modelos, las variables internacionales son restringidas a que sigan un proceso AR (1), teniendo en cuenta que Paraguay como economía pequeña no ejerce un rol en la determinación de las variables externas.

Especificaciones de los modelos VAR

Modelo	Variables
VAR 1	OIL, TB3, COMB, IMAEP, IPCX1, TCN, M1, IRM.
VAR 2	OIL, TB3, IMAEP, IPC, TCN, M1, IRM.
VAR 3	OIL, TB3, COMB, IMAEP, IPCX1, IPC, TCN, M1, IRM.

Una vez estimados los modelos, se realizan algunos ejercicios de impulso-respuesta, específicamente para cuantificar el impacto y analizar la dinámica de un shock de un desvío estándar de los residuos sobre las variables de interés: precio de los combustibles, IPCX1 e IPC.

Resultados

Los resultados encontrados en los modelos VAR 1 y VAR 2 no han sido muy distintos a los del modelo VAR 3, por lo que en esta sección se ha decidido reportar sólo los resultados de este último.

En la tabla I se presentan los resultados de un shock de 10% en el precio del petróleo sobre los precios de los combustibles, sobre el IPC subyacente X1 y el IPC total.

Tabla I
Impacto de un shock de 10% en el precio del petróleo

	Combustibles	IPCX1	IPC
Mes 1	0,16	0,04	0,08
Mes 6	1,63*	0,16*	0,19*
Mes 12	1,67*	0,16	0,21*
Mes 18	1,32*	0,11	0,16
Mes 24	0,95	0,06	0,10
Máximo	1,75*	0,17*	0,21*
Periodo máximo	9	8	10

* Estadísticamente significativos al 5%.

⁵ Excluye, además de combustibles, frutas y verduras y los servicios tarifados.

⁶ Promedio ponderado de las tasas de los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM).

Como era de esperarse, el traspaso más importante es sobre los precios de los combustibles, cuyo efecto máximo ocurre 9 meses posteriores al *shock*, alcanzando 1,75%. Por su parte, el efecto máximo sobre la inflación subyacente X1 se da en el periodo 8, con 0,17%, mientras que para la inflación total alcanza 0,21% en el periodo 10.

Comentarios finales

Los resultados muestran que un *shock* del precio del petróleo tiene un efecto sobre los precios de los combustibles a nivel local. Asimismo, muestra un efecto sobre la inflación subyacente y sobre la total, aunque moderado.

El traspaso a los precios de los combustibles es más lento respecto a los resultados encontrados para otros países (Pincheira y García 2007). Una explicación probable podría ser el precio del gasoil, que estuvo regulado hasta abril de 2018.

Es importante considerar que los precios de los *commodities* tienden a moverse en el mismo sentido en los mercados internacionales. Considerando que Paraguay es un exportador neto de *commodities*, la correlación positiva entre los precios de los alimentos y el petróleo podría afectar al tipo de cambio local, que en alguna medida contribuiría a atenuar el impacto sobre la inflación doméstica. Esto es, ante un incremento del precio del petróleo también podrían aumentar los precios de los productos exportados por Paraguay, lo cual implicaría una mejora en los términos de intercambio, una apreciación de la moneda y menores presiones sobre la inflación local.

Referencias

Blanchard, O. y J. Galí (2007). “The macroeconomic effects of oil shocks: why are the 2000s so different from the 1970s? NBER Working Paper 13368.

De Gregorio, J., O. Landerretche y C. Neilson (2007). “Another Pass-Through Bites the Dust? Oil prices and inflation. Documento de trabajo. Universidad de Chile.

Pincheira, P. y A. García (2007). “Shocks de petróleo e inflación, el caso de Chile y una muestra de países industriales”. Documento de trabajo. Banco Central de Chile.

Recuadro II: Principales cambios en el escenario externo relevante para Paraguay

Introducción

A principios de año, específicamente en el IPoM de marzo, el escenario externo previsto era bastante favorable, con una economía global que avanzaba con ímpetu, al tiempo que, en la región, las señales de recuperación también se mantenían sólidas. Sin embargo, en los últimos meses, los riesgos a la baja para la economía global se han intensificado, a la par que en la región se ha observado un cambio significativo en el contexto económico, especialmente en Argentina.

En este sentido, este recuadro tiene el objetivo de describir los principales cambios en las perspectivas de crecimiento de la economía global y regional, como así también analizar brevemente algunas de sus eventuales implicancias sobre la economía local. Adicionalmente, se presenta un análisis cuantitativo del potencial impacto de estos cambios sobre la dinámica de la actividad económica.

Contexto mundial y regional

A nivel global, los riesgos para el crecimiento mundial se han incrementado en los últimos meses debido al menor impulso que ha registrado la actividad de las principales economías avanzadas, a tensiones comerciales entre países y a las perspectivas menos favorables de algunas economías emergentes. Al respecto, si bien se espera un crecimiento mundial similar al año 2017, su ritmo sería menos intenso a lo previsto en meses anteriores para 2018. Recientemente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe de Perspectivas de la Economía Mundial proyectó un crecimiento de 3,7% para los años 2018 y 2019, inferior al pronosticado en abril (3,9% para ambos años).

Asimismo, en la región, las previsiones de crecimiento también se han revisado a la baja. Las proyecciones para América Latina y el Caribe se redujeron de 2% a 1,2% para el 2018 y de 2,8% a 2,2% para el 2019. En particular, en Brasil se sigue esperando un crecimiento de la economía, pero a un ritmo menor que lo previsto en meses anteriores. Al respecto, la recuperación de la economía brasilera se ha visto afectada por la incertidumbre

derivada del escenario político y de las protestas de camioneros que tuvieron efectos negativos en el sector productivo. En este contexto, el FMI ha reducido las proyecciones del PIB para este año y el próximo, señalando un crecimiento de 1,4% para 2018 y 2,4% para 2019. Estas estimaciones se encuentran por debajo de lo reportado en el informe de abril (2,3% y 2,5%, respectivamente) (gráfico I).

La incertidumbre en el ámbito político al parecer se mantendrá debido al perfil de los candidatos presidenciales que marcarán el rumbo de las decisiones de política económica que tome el gobierno electo. Al respecto, la consolidación fiscal será uno de los mayores desafíos que se debe plantear el próximo gobierno, para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Gráfico I
Crecimiento del PIB de Brasil
Porcentaje



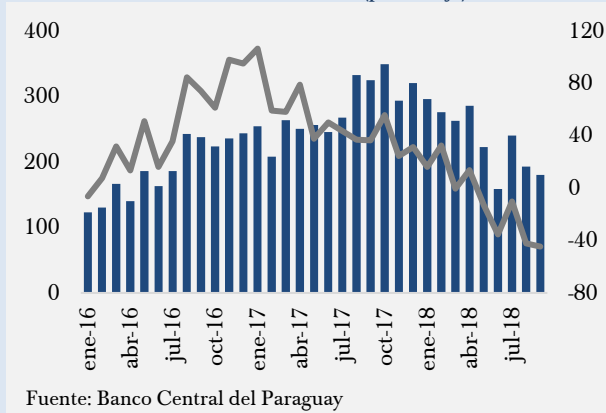
En este contexto más complejo, y en un entorno de condiciones financieras menos laxas, la moneda brasileña se debilitó en un porcentaje bastante importante. Entre inicios del mes de abril y mediados del mes de setiembre, el real se depreció en torno a 26%. Sin embargo, en los últimos días el real comenzó a revertir la tendencia de depreciación.

En lo que respecta a Paraguay, el efecto más visible se ha observado sobre el comercio fronterizo, el cual es altamente sensible a los cambios en la economía brasileña, tanto en términos de actividad como de su tipo de cambio respecto al dólar estadounidense. Según se puede constatar en el gráfico II, si bien el ritmo de crecimiento de las

reexportaciones ha venido moderándose desde el 2017, recién a partir de mayo de 2018 se registra una caída, y al mes de setiembre acumula una reducción en torno al 12%.

Gráfico II Reexportaciones

Millones de dólares, Variación interanual (porcentaje)



Por otro lado, el escenario de la economía argentina, que había mostrado signos de recuperación hasta el primer trimestre del año, se ha deteriorado significativamente en el periodo reciente. Los efectos adversos de la sequía, los elevados niveles de inflación, las presiones en el mercado cambiario, además del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales llevaron al gobierno argentino a presentar un programa de política monetaria y fiscal en el marco del Acuerdo *Stand-By* con el FMI (ver recuadro I del IPoM de junio 2018).

No obstante, ante la persistencia del escenario de inestabilidad cambiaria, las autoridades establecieron un nuevo acuerdo con el FMI, que implica una ampliación del apoyo financiero. Bajo este nuevo marco, el gobierno se comprometió con una reducción más ambiciosa del déficit fiscal para el 2019. Además, el Banco Central (BCRA) adoptó una serie de nuevas medidas entre las que se destacó un nuevo esquema de política monetaria a través del control de agregados monetarios.

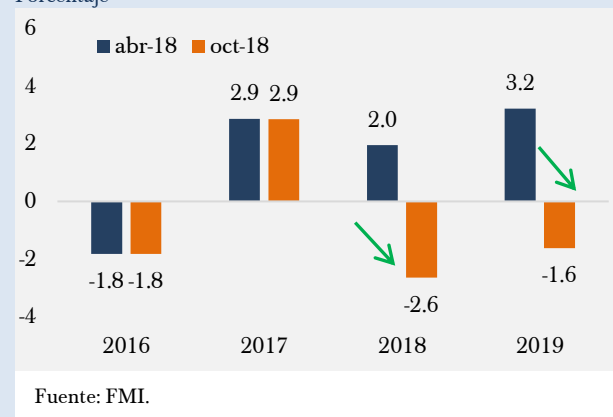
Dada la coyuntura de la economía argentina, las estimaciones fueron corregidas significativamente a la baja por diversas instituciones, locales e internacionales. En particular, el FMI redujo sus proyecciones de crecimiento para 2018 de 2% a -2,6% entre abril y octubre, mientras que para el 2019 recortó de 3,2% a -1,6% (gráfico III).

Además, como se ha señalado, la moneda argentina experimentó una caída significativa. Así, entre finales de abril e inicios de octubre, el peso se depreció cerca de 100%. No obstante, como en Brasil, en los últimos días también se han moderado las presiones sobre el tipo de cambio en Argentina.

Hacia adelante, la recuperación de la economía argentina dependerá críticamente del avance en la implementación de las medidas establecidas bajo el nuevo Acuerdo *Stand-By* con el FMI. Sin embargo, los costos económicos y sociales de los ajustes podrían influir en el resultado de las elecciones presidenciales del próximo año de manera desfavorable al actual Gobierno. Por tanto, a la incertidumbre respecto al éxito de las medidas se suma la incertidumbre política que también podría afectar las perspectivas de crecimiento de los próximos años.

Gráfico III Crecimiento del PIB de Argentina

Porcentaje



Con relación a Paraguay, y tal como se había señalado en el IPoM de junio (recuadro I), la economía local es actualmente menos dependiente de Argentina, principalmente por la mayor diversificación de los destinos de exportación, como también de la Inversión Extranjera Directa.

No obstante, la elevada depreciación del peso argentino (con relación a la inflación) que implica unos precios más favorables de los productos argentinos, ha estado afectando negativamente al comercio en las zonas fronterizas con Paraguay.

Medición del impacto esperado

Para cuantificar el impacto de los shocks externos se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) con restricciones de bloques de exogeneidad (Near-VAR). Una característica clave del modelo es que las variables externas son supuestas como totalmente exógenas a la economía paraguaya.

El vector de variables del modelo Near-VAR se subdivide en tres bloques:

- 1.El bloque global con tres variables internacionales: PIB mundial, tasa de interés internacional real y el precio de la soja.
- 2.El bloque regional con dos variables: PIB de la economía brasilera y PIB de la economía argentina
- 3.El bloque doméstico con una variable: PIB de la economía paraguaya.

El modelo es estimado con datos trimestrales que abarcan el periodo que va desde el primer trimestre de 1995 al cuarto trimestre de 2014. Todas las variables son expresadas en logaritmos, con excepción de la tasa de interés internacional real, y el modelo es estimado en primeras diferencias.

Posterior a la estimación del modelo, se realiza un ejercicio de impulso-respuesta, el cual permite cuantificar el impacto del crecimiento del PIB de Paraguay ante shocks en el crecimiento mundial, la tasa de interés internacional real, la variación del precio de la soja, en el crecimiento del PIB de Argentina y el crecimiento del PIB de Brasil.

Los resultados del modelo señalan que las condiciones externas más favorables del periodo 2004-2014 han incidido de manera importante sobre la dinámica del crecimiento de ese periodo, aproximadamente en 3,6% (tabla II).

Asimismo, se calculó en qué medida el cambio reciente en las condiciones globales y de la región podría afectar al crecimiento del PIB de Paraguay en el año 2018. Con las proyecciones disponibles al mes de abril, el efecto estimado de las variables externas se ubicaba en 2,3

puntos porcentuales. Sin embargo, con los recortes en las proyecciones de crecimiento mundial, de Argentina, de Brasil, como así también con la revisión a la baja en el pronóstico de variación del precio de la soja, el impacto esperado de las condiciones externas se reduce a 1%.

Tabla II
Impacto en el crecimiento del PIB 2018

	Promedio 2004-2014	Abril 2018	Octubre 2018
Crec. Mundial	4,0%	3,9%	3,7%
Crec. PIB Brasil	3,6%	2,3%	1,4%
Crec. PIB Argentina	4,5%	2,0%	-2,6%
Crec. Precio soja	8,4%	2,2%	-3,6%
Tasa de interés int.	-0,7%	-1,0%	-1,1%
Impacto en el crec.	3,6 p.p.	2,3 p.p.	1,0 p.p.

Comentarios finales

El contexto externo relevante para Paraguay se ha vuelto menos favorable en meses recientes. La economía global, si bien sigue expandiéndose, el ritmo es menor al previsto anteriormente.

En cuanto a la región, el desempeño económico ha sido particularmente frágil, especialmente de la economía argentina, lo cual motivó un ajuste significativo en sus proyecciones de crecimiento. En Brasil, la situación económica no es tan crítica como en Argentina, no obstante, la incertidumbre derivada del ámbito político sigue representando un riesgo para la implementación efectiva de las reformas en el área fiscal que garanticen la sostenibilidad de las cuentas públicas. Este debilitamiento de la economía de los países vecinos ha comenzado a tener algunos efectos sobre Paraguay, fundamentalmente sobre el comercio en las zonas fronterizas.

De acuerdo a los resultados del modelo, y considerando los cambios en las proyecciones de crecimiento, el impacto de las condiciones externas sigue siendo positivo, aunque mucho menor a lo esperado con los datos disponibles al mes de abril pasado.

Paraguay como economía pequeña y abierta está expuesta a los shocks externos, no obstante, mantiene sus fundamentos macroeconómicos sólidos, lo cual le permite estar en condiciones para atenuar el impacto. De



hecho, para el presente año, si bien se ajustó la estimación de crecimiento, una tasa del 4,3% es más que relevante teniendo en cuenta el contexto regional mucho más frágil y que la misma se encuentra en torno al crecimiento potencial de la economía.

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Setiembre 2018



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay