



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SETIEMBRE
2019



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	25
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	33
Recuadro I	39
Principales cambios en el escenario macroeconómico doméstico	
Recuadro II	43
Evolución del escenario externo relevante para Paraguay en el 2019	
Glosario	48

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 27 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, las perspectivas de crecimiento económico mundial se han reducido tanto para este año como para el siguiente, principalmente como consecuencia de la debilidad en el comercio internacional, una menor producción industrial y un reducido nivel de inversión. Adicionalmente, los pronósticos de crecimiento mantienen un sesgo a la baja, cuya realización depende críticamente del avance en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y de la evolución de las tensiones geopolíticas. En este escenario más complejo, la orientación de la política monetaria de los países avanzados y emergentes se ha vuelto más acomodaticia en los últimos meses.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento anualizado del 2,0% en el segundo trimestre, por debajo del 3,1% observado en el primer trimestre. Este menor dinamismo se explicó principalmente por una reducción en la inversión en inventarios, un descenso de las exportaciones y una disminución de la inversión de capital fijo. No obstante, el gasto de los consumidores y del gobierno estatal mostraron un buen desempeño. Por su parte, el PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero se ubicó en la zona de contracción a partir del mes de agosto, principalmente a consecuencia de una caída de las nuevas órdenes para exportación. En este escenario, las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo se redujeron con relación al informe anterior. Por otro lado, las medidas de inflación se han mantenido relativamente estables durante el tercer trimestre, y la mayoría de ellas se ubica por debajo de la meta del 2%. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) redujo el rango referencial de tasas en julio y setiembre, y no se descartan recortes adicionales en el cuarto trimestre.

En la Eurozona, el crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre fue 1,2%, levemente inferior al 1,3% registrado en el primer trimestre. Se ha observado un resultado favorable de la inversión, así como del consumo de los hogares y del gobierno, sin embargo, las exportaciones e importaciones han disminuido. En cuanto al indicador manufacturero (PMI), el mismo continúa situándose en zona de contracción, principalmente a consecuencia de una menor dinámica del comercio internacional, la incertidumbre generada por el *Brexit*, y la menor producción del sector automovilístico. De esta manera, los pronósticos de crecimiento se han corregido a la baja para el año 2019 y 2020. Por el lado de los precios, los indicadores de inflación se han reducido respecto al informe anterior y se mantienen en niveles bajos con relación a la meta. En lo que refiere a las decisiones de política monetaria, el BCE ha mantenido sin variaciones las tasas de operaciones de refinanciación y facilidad marginal de crédito durante el tercer trimestre, mientras que redujo la tasa de facilidad de depósitos en setiembre.

En China, los datos al cierre del segundo trimestre indican un crecimiento del 6,2% interanual, acorde a lo esperado por el mercado, aunque por debajo de la cifra del primer trimestre (6,4%). El menor desempeño es consistente con un deterioro del sector manufacturero, cuyo PMI se ha ubicado en zona de contracción desde mayo. Así también, se observó un deterioro del comercio exterior, producto de una caída en las importaciones en el segundo trimestre y un desempeño desfavorable de las exportaciones en junio. En este escenario, los pronósticos de crecimiento para el año 2019 se mantuvieron sin cambios (6,2%) respecto al IPoM anterior.

En Brasil, el PIB registró un crecimiento interanual del 1% en el segundo trimestre, superior a la tasa observada en el primer trimestre (0,5%). Este mejor resultado se debió fundamentalmente al buen desempeño del sector industrial y de los servicios. Respecto a los indicadores de corto plazo, el PMI manufacturero se ha ubicado en la zona de expansión. En cuanto a las proyecciones de crecimiento, las mismas se han reducido levemente respecto al informe anterior, pasando de 1,0% a 0,9% para el año 2019. En lo referente al nivel de precios, las medidas de inflación se mantienen en la zona inferior del rango meta. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil redujo la tasa SELIC en dos oportunidades en el tercer trimestre.

En Argentina, la actividad económica experimentó una expansión interanual del 0,6% en el segundo trimestre y una variación de -0,3% respecto al nivel observado en el primer trimestre. El menor desempeño trimestral se explicó por una

caída en las importaciones, un bajo nivel de consumo público y un deterioro de la actividad manufacturera, no obstante, el resultado fue atenuado levemente por un aumento en el nivel de exportaciones y la actividad del sector agro-ganadero. Por otro lado, en el tercer trimestre, el escenario económico se ha vuelto más complejo, debido a la incertidumbre política generada luego de las elecciones primarias. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se ha acelerado en el periodo reciente. En este contexto, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha decidido modificar su plan de crecimiento de agregados monetarios. De esta manera, las previsiones de crecimiento para el 2019 han sido revisadas de nuevo a la baja, situándose actualmente en -2,5%.

En el plano doméstico, la actividad se ha mantenido débil, explicada, en parte, por el impacto de los choques de oferta (climáticos) y del entorno externo complejo, sobre todo en la región. En el segundo trimestre, el PIB registró una tasa de variación interanual de -3,0% (6,9% en el segundo trimestre del 2018). Por el lado de la oferta, este resultado fue explicado por las caídas observadas en la producción agrícola, energía eléctrica, las construcciones y en la industria manufacturera, mientras que el sector servicios continuó mostrando un desempeño favorable. Por el lado del gasto, la disminución del PIB ha estado relacionada principalmente a la demanda interna, siendo la inversión el componente de mayor incidencia en la caída. Conforme a los indicadores de corto plazo, en el tercer trimestre se observaría un mejor desempeño de la actividad económica.

Respecto a la evolución de los precios, desde el último IPoM, la inflación total y las distintas medidas de tendencia se han reducido y se sitúan en niveles inferiores a la meta de mediano plazo. El promedio de la inflación total, entre julio y setiembre, se ubicó en 2,8%, por debajo de lo observado el trimestre anterior (3,2%), explicado fundamentalmente por un menor incremento de los precios de la agrupación transporte. De igual manera, en este periodo, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 2,7% y 2,5%, inferiores a las verificadas entre abril y junio, (3,1% y 2,8%, respectivamente). La inflación núcleo, por su parte, presentó una tasa interanual promedio de 2,7%, por debajo de lo registrado en el segundo trimestre de 2019 (3%).

Con respecto a la política monetaria, en las reuniones de agosto y setiembre, el CEOMA decidió reducir la tasa de política monetaria (TPM), 25 puntos básicos en cada reunión, ubicándola en 4,0% anual. Con relación a esta decisión, el Comité resaltó que aún persiste el riesgo a la baja en las perspectivas de crecimiento económico mundial en un entorno de creciente incertidumbre por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China y las tensiones geopolíticas en el Reino Unido y, más recientemente, en Arabia Saudita. En sus reuniones de julio y setiembre la Reserva Federal había adoptado una orientación más laxa de su política monetaria con dos recortes del rango referencial de tasas, situándolo en 1,75%-2,00% anual. En la región, el escenario económico permanecía complejo, especialmente debido a la situación económica en Argentina. En el plano doméstico, los indicadores de actividad y de demanda habían mostrado un mejor desempeño en el margen, no obstante, las tasas acumuladas de crecimiento seguían siendo negativas. En relación al nivel de precios, la inflación total y las medidas subyacentes se mantenían en la zona inferior del rango meta. Además, conforme a los distintos escenarios de los modelos de proyección, no se avizoraban presiones inflacionarias en los próximos meses.

En el escenario base, la proyección de crecimiento anual del PIB para el 2019 se ha reducido de 1,5% a 0,2%. Si bien los indicadores de corto plazo han mostrado mejores resultados en los últimos meses, el débil desempeño del primer semestre condicionó, en gran parte, la expansión prevista anteriormente. Por el lado de la oferta, el ajuste más importante se ha verificado en el sector secundario (electricidad y agua, construcciones y manufacturas). En el sector primario, se ha estimado una mayor caída de la agricultura, aunque compensada, en parte, por un pronóstico de menor retracción de la ganadería y del subsector forestal, pesca y minería. En el sector terciario, el ajuste a la baja se ha registrado en comercio y otros servicios. Por el lado del gasto, el recorte se explica fundamentalmente por la demanda interna (inversión y consumo privado), cuya tasa de crecimiento se ha corregido a la baja, mientras que las exportaciones netas tendrían una incidencia negativa mayor a la prevista en el informe anterior.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2017	2018	2019 (f)
PIB	5,0	3,7	0,2
Demanda Interna	5,9	6,0	0,9
Formación bruta de capital	12,7	12,8	-1,5
Formación bruta de capital fijo	5,9	1,5	-1,5
Consumo total	4,2	4,2	1,6
Consumo privado	4,5	3,9	0,8
Consumo público	2,1	6,0	6,5
Exportaciones de bienes y servicios	8,3	2,7	-5,1
Importaciones de bienes y servicios	12,0	9,6	-3,4
Cuenta corriente (% del PIB)	3,1	0,0	-1,1
FBKF (% del PIB nominal)	18,6	18,2	17,9

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación a la inflación total, el escenario base de proyección de la misma contempla una reducción de 3,7% a 3,2%, mientras que el pronóstico de la inflación subyacente ha disminuido de 3,6% a 3,1%. Estos cambios se explican fundamentalmente por una brecha (negativa) del producto doméstico que se ha mantenido abierta en una magnitud mayor a la prevista en el informe anterior. Además, los datos observados de inflación se han ubicado por debajo de los pronósticos para el tercer trimestre. Si bien, el aumento del tipo de cambio en el periodo reciente, observado también en la región, ha atenuado en cierta medida la corrección a la baja de las proyecciones de inflación, prevalecen los efectos de las holguras de capacidad, por lo que las perspectivas de presiones inflacionarias en el mediano plazo se han acotado. Bajo este contexto, las decisiones de flexibilización de la política monetaria de los últimos meses garantizan la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. Dado el escenario más probable para la evolución de las variables macroeconómicas internas y externas relevantes para la dinámica de los precios locales, la inflación aumentará gradualmente en los próximos meses, ubicándose en torno al 4% a mediados del 2020, nivel en el que se mantendrá hasta el horizonte relevante de política monetaria, en esta ocasión, el tercer trimestre del 2021.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	2,8	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,2	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	2,7	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,1	3,9	
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 2021.

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

Con relación al escenario de riesgo, en el ámbito internacional, los pronósticos de crecimiento de la economía global han seguido recortándose en los últimos meses y permanecen con un sesgo a la baja. Estos ajustes se explican, en gran medida, por los efectos de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que además de influir negativamente en el comercio internacional, han socavado la confianza de consumidores e inversionistas alrededor del mundo. En los últimos días, ha habido avances sobre un posible acuerdo entre Estados Unidos y China, sin embargo, es prematuro adelantar el desenlace del mismo, teniendo en cuenta la experiencia reciente. Además, las tensiones geopolíticas y factores propios de cada país han contribuido a la desaceleración en las perspectivas de crecimiento. Por otro lado, la política monetaria más acomodaticia de los principales bancos centrales del mundo ha amortiguado, en parte, la ralentización de la actividad económica.

Por un lado, si la complejidad de la situación económica global se mantiene en los próximos meses implicaría un menor impulso de la demanda externa para los países exportadores de materias primas. En el caso de Paraguay, los efectos directos podrían derivarse de los menores precios de *commodities* que pueden resultar de una mayor ralentización de la economía global y, particularmente, de una profundización de la desaceleración de la economía china. Adicionalmente, podrían observarse algunos efectos indirectos, en la medida que este panorama más complicado afecte a los principales socios comerciales de Paraguay. Por otro lado, un elemento que puede contribuir favorablemente a la actividad económica es la orientación más laxa de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esta postura propiciaría un contexto de condiciones financieras más holgadas para el financiamiento externo, como así también podría implicar menores presiones de debilitamiento de las monedas de los países emergentes frente al dólar, siempre y cuando, la incertidumbre global no signifique un giro en la actitud frente al riesgo hacia los países emergentes.

En Argentina, el panorama económico se ha vuelto mucho más complejo luego de conocerse los resultados de las elecciones primarias, con una reacción significativa de los mercados, reflejándose en un incremento sustancial de la prima de riesgo país, una caída del mercado accionario y una significativa depreciación del tipo de cambio. Esta depreciación del peso argentino se ha traducido nuevamente en un mayor diferencial de precios en las zonas fronterizas con respecto a los precios en Paraguay, restando competitividad a los productos de los negocios locales. No obstante, a medida que esta depreciación del peso argentino se traslade a la inflación de Argentina, el diferencial debería ir disminuyendo en los próximos meses.

En Brasil, las proyecciones de crecimiento para el 2020 señalan una mayor expansión respecto a la prevista para el 2019. El perfil más expansivo de la política monetaria y la reciente aprobación de la reforma del sistema previsional genera un escenario más favorable para el crecimiento de mediano plazo. Este panorama más alentador podría contribuir a un mayor impulso de las exportaciones paraguayas a dicho país, particularmente de las reexportaciones.

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 2019

En el trimestre anterior, se resaltaba una moderación en la actividad económica global, debido principalmente al menor dinamismo del comercio internacional, una debilitada producción industrial y bajos niveles de inversión con relación a lo observado en periodos previos. Si bien, la incertidumbre mundial había afectado la confianza de consumidores e inversores, se había verificado algún avance entre Estados Unidos y China para poner fin a la guerra comercial. Las perspectivas de una política monetaria más laxa por parte de la Fed habían reducido algunos factores de riesgos en las condiciones financieras. En la región, por su parte, el escenario económico seguía complejo, Argentina con una caída en la actividad manufacturera, además de elevada inflación, al tiempo que, en Brasil, se había registrado un débil comportamiento de la actividad económica en el segundo trimestre.

En Estados Unidos, en el primer trimestre se había registrado un buen desempeño de la actividad económica con una expansión del PIB por encima de las expectativas. No obstante, algunos indicadores adelantados de actividad como el PMI manufacturero y la creación de empleos daban cuenta de una desaceleración durante el segundo trimestre, aunque la tasa de desempleo permanecía en niveles históricamente bajos. La perspectiva de crecimiento para este año había aumentado levemente con relación al informe previo. Respecto a los precios, las distintas medidas de inflación habían disminuido desde el último informe. La Reserva Federal, en las reuniones del segundo trimestre, habían mantenido sin variación el rango de tasas de interés de la política monetaria, sin embargo, la Fed ya se venía planteando la posibilidad de un recorte de las tasas de interés de referencia.

La actividad económica en la Eurozona mostraba un desempeño moderado. Así, el PIB del primer trimestre del presente año registró un modesto crecimiento similar al del último trimestre del año anterior. Sin embargo, el mercado laboral se había mantenido robusto con bajas tasas de desempleo. Bajo este escenario, las expectativas

de crecimiento no habían presentados variaciones respecto del informe del trimestre anterior. Por su parte, la tasa de inflación permanecía baja, incluso por debajo del objetivo de 2%, por lo que el BCE había mantenido las tasas de referencia durante el segundo trimestre, aunque se esperaba que tome una posición más acomodaticia, en línea con la Fed, durante la segunda parte del año.

En el informe anterior, se señaló que, en China, se había venido observando un menor dinamismo en la economía en los últimos años, reflejado por indicadores de actividad y del sector manufacturero. El crecimiento del PIB del primer trimestre del 2019 había resultado menor que el del mismo periodo del año anterior y, para el segundo trimestre del presente año, se esperaba una moderación en el ritmo de expansión de la actividad, pese a las medidas del gobierno. Este comportamiento igualmente se reflejaba en el sector manufacturero con un desempeño más débil del PMI. Las perspectivas de crecimiento habían permanecido invariables respecto del informe previo, aunque persistía la incertidumbre por el conflicto comercial con los Estados Unidos.

En la región, el panorama económico seguía complejo. El PIB en Brasil se había contraído, en parte, a causa del debilitamiento de la producción industrial y el menor dinamismo del comercio exterior. El PMI manufacturero había caído respecto al trimestre anterior, aunque se mantenía en zona de expansión. En el mercado laboral, por su parte, la tasa de desempleo permanecía en un nivel elevado. Bajo ese contexto, los pronósticos de crecimiento para el presente año nuevamente se revisaron a la baja. Por el lado de los precios, al cierre de junio, inflación había descendido por la disminución de los precios de la energía. En cuanto a la política monetaria, el Copom del BCB había mantenido nuevamente la tasa de referencia SELIC en 6,5% anual.

En Argentina, el panorama económico y financiero continuaban frágiles, bajo un escenario político incierto. El PIB había registrado una caída significativa en el primer trimestre, debido esencialmente a la disminución del consumo privado y la inversión. Además, algunos indicadores adelantados de la actividad económica y el sector manufacturero daban cuenta de que en el segundo

trimestre continuarían con variaciones negativas. Ante este escenario, las perspectivas de crecimiento para el año fueron revisadas nuevamente a la baja. En política monetaria, si bien el banco central continuaba con el esquema de agregados monetarios como esquema para controlar la inflación, la misma permanecía en niveles elevados durante el segundo trimestre, y desde abril, la banca matriz había cambiado su esquema de intervención en el mercado cambiario.

En el ámbito interno, en los primeros meses del año se siguió verificando un menor dinamismo en la actividad económica, que se debía en parte, a condiciones climáticas adversas que impactaron en algunos sectores, sumado al deterioro de la economía de los países vecinos afectando al comercio de frontera y al turismo. Así, en el primer trimestre, el PIB registró una variación negativa, que se debía, por el lado de la oferta, a las caídas en la producción agrícola, energía eléctrica, las construcciones y en la industria manufacturera. El sector servicios había mostrado un resultado positivo, por lo que, el PIB que excluye la producción agrícola y de energía eléctrica registró un leve crecimiento. Por el lado del gasto, las exportaciones netas y la formación bruta de capital fijo fueron los componentes con mayor contribución negativa, mientras que el consumo de gobierno mostró una incidencia positiva. Por el lado de los precios, la inflación total y las medidas de tendencia, en el periodo abril-junio, habían experimentado un ligero aumento con relación a los primeros meses del año, pero permanecían por debajo del objetivo de mediano plazo.

Con relación a las reuniones de política monetaria, en abril, mayo y junio, el CEOMA había decidido mantener la TPM en 4,75% anual. En la reunión de julio, el Comité consideró oportuno reducir la TPM a 4,50%. Respecto a esta flexibilización, el CEOMA había resaltado que la actividad económica doméstica continuaba débil, por el bajo desempeño en los sectores primario y secundario, afectados por condiciones climáticas adversas, aunque el sector terciario compensaba de alguna manera con crecimiento positivo. Además, los indicadores de demanda señalaban una moderación del consumo privado y de la inversión. Por el lado de la inflación, las distintas medidas venían ubicándose desde varios meses por debajo de la meta. A esto se sumaba que las presiones externas sobre los precios domésticos se habían atenuado

en un contexto de un sesgo más acomodaticio de los bancos centrales, en particular, la Fed. Bajo ese escenario, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de dos años podía verse afectada, por lo que el Comité consideró que una flexibilización de la política monetaria podría dotar a la economía de un impulso adicional, garantizando la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el mediano plazo.

El escenario base del IPoM anterior contemplaba una revisión del crecimiento del PIB para el 2019 de 3,2% a 1,5%. Por el lado de la oferta, el ajuste se justificaba en gran medida por las correcciones a la baja del sector secundario (manufactura y generación de electricidad) y, en menor medida por el sector primario (agricultura y ganadería) y el terciario (comercio). Tras un débil desempeño del sector construcciones en los primeros meses del año, se preveía un mayor dinamismo en el segundo semestre, tras las medidas de reactivación económica anunciadas por el gobierno. Desde el enfoque del gasto, la revisión se debió principalmente por el menor crecimiento de la demanda interna, en particular, el consumo privado y la inversión, mientras que el consumo público se había ajustado al alza. La demanda externa, por su parte, también fue revisada a la baja, explicada por el mayor recorte en la variación de las exportaciones respecto a la de las importaciones.

Con relación a los precios, los pronósticos de inflación total se habían revisado a la baja para el cierre del 2019 en dos décimas a 3,7%, mientras que la inflación subyacente se corrigió de manera marginal en una décima a 3,6%. Si bien las revisiones fueron mínimas, el ajuste se debió, por un lado, a una brecha del producto doméstico más negativa de lo que se estimó en el informe previo. Por otra parte, los supuestos de depreciación del tipo de cambio se habían acotado, debido principalmente a que se habían observado menores presiones sobre el mismo en el contexto externo, fundamentalmente por el sesgo más acomodaticio que había adoptado la Reserva Federal. Además, los datos realizados de inflación del segundo trimestre resultaron menores a las estimaciones del informe previo para ese periodo. Así, se esperaba una convergencia gradual de la inflación a la meta en el 2020, manteniéndose en torno a la misma en el horizonte de política monetaria.

Los riesgos que se señalaban en el contexto internacional se referían al sesgo a la baja en las previsiones de crecimiento global, derivado principalmente por la incertidumbre sobre el desenlace del conflicto comercial entre Estados Unidos y China, si bien a fines del mes de junio se había acordado una tregua a este conflicto. Los datos del sector real en Estados Unidos se habían mantenido robustos, aunque la inflación se había reducido y las expectativas de desaceleración del crecimiento para los siguientes años seguía vigente. En la Eurozona, la actividad económica seguía desacelerándose, al tiempo que la inflación permanecía en niveles bajos. En este escenario de ralentización de la actividad económica global, los principales bancos centrales habían adoptado una posición más acomodaticia de la política monetaria. Las expectativas de que la Fed recorte las tasas de interés en el mes de julio eran elevadas y, en esa línea, el BCE también daba señales de brindar un mayor estímulo monetario a la Eurozona. Por otro lado, seguía latente toda la incertidumbre relacionada con el proceso del Brexit.

Por una parte, se señalaba que las perspectivas complejas para la economía mundial podrían implicar un menor impulso externo en toda la región, lo cual podría incidir en la economía local, directa o indirectamente, en la medida que los principales socios comerciales se vean afectados. Por otro lado, un sesgo más acomodaticio de la política monetaria de los principales bancos centrales podría significar condiciones financieras menos exigentes para las economías emergentes y menores presiones de depreciación para sus monedas.

En las economías emergentes, si bien se esperaba que China siguiera creciendo, persiste la incertidumbre con las expectativas de crecimiento, ya que una intensificación del conflicto comercial podría desatar una mayor desaceleración de la economía que la prevista. Ello, podría afectar a los precios de las materias primas relevantes para Paraguay.

La recuperación económica de Brasil se había frenado en los últimos meses, afectada en parte por la desaceleración mundial y la incertidumbre con relación a reformas fiscales claves. Se habían logrado algunos avances importantes sobre la aprobación de la reforma previsional, lo que podría contribuir a la generación de

mejores expectativas para el crecimiento de la economía y también para mantener el valor de su moneda, especialmente frente al dólar. Un panorama más alentador de la economía brasileña podría favorecer al comercio fronterizo local.

La actividad económica y el mercado laboral en Argentina seguían en una situación debilitada. Además, el panorama permanecía complejo agravados por la inestabilidad política que dificultaban la continuidad del proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Un punto positivo que se señaló en el informe previo hacía referencia a que en el mercado cambiario se habían observado algunas señales de estabilización, incluso con una apreciación del peso argentino que, junto con la inflación elevada, podrían contribuir a mermar las diferencias de precios entre ciudades fronterizas, que a su vez podría traducirse en beneficios para el comercio en esas zonas.

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

Reuniones de agosto y setiembre

En la reunión de agosto, el CEOMA señaló que la incertidumbre a nivel mundial se había intensificado por la falta de señales claras sobre una resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Este escenario se había reflejado en una desaceleración de la actividad mundial, que había impactado a la baja en las perspectivas de crecimiento de las principales economías avanzadas, contexto en el cual se preveía una orientación aún más acomodaticia de la política monetaria de la Reserva Federal, luego del primer recorte de tasas en el mes de julio. Igualmente, en el plano regional, el panorama económico se había tornado más complejo, en especial luego de las elecciones primarias en Argentina. Además, los últimos datos sobre la actividad económica en Brasil daban cuenta de menores tasas de crecimiento.

En el ámbito local, el indicador agregado de la actividad económica había verificado una menor reducción en los últimos meses, al tiempo que el índice que excluye la producción agrícola y de electricidad registró un leve repunte en el mes de junio. Sin embargo, se resaltó que,

en términos acumulados, al primer semestre, ambos indicadores mostraban una disminución de la actividad económica con respecto al mismo periodo del año anterior. Con relación a los precios, de acuerdo a la evolución de las distintas medidas de tendencia de la inflación y a los modelos de proyección, no se advertían presiones inflacionarias relevantes en los siguientes meses.

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

En la reunión de setiembre, el Comité resaltó que todavía continuaba el riesgo a la baja en las perspectivas de crecimiento económico mundial en un contexto de creciente incertidumbre por la tensión comercial entre Estados Unidos y China y los problemas geopolíticos en el Reino Unido y en Arabia Saudita. En este escenario, la Reserva Federal había adoptado una orientación más acomodaticia de su política monetaria con otro recorte de tasas en su reunión de setiembre. Por su parte, el escenario económico de la región permanecía complejo, principalmente por la situación económica en Argentina.

En el plano doméstico, los indicadores de actividad y de demanda habían mostrado un mejor desempeño en el margen, aunque las tasas acumuladas de crecimiento continuaban negativas. Por el lado de los precios, la inflación total y las medidas subyacentes seguían ubicándose en la zona inferior del rango meta. Además, conforme a los distintos escenarios de los modelos de proyección no se avizoraban presiones inflacionarias en los meses siguientes.

En este escenario, el CEOMA consideró adecuado adoptar un perfil aún más acomodaticio de la política monetaria, compatible con la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4% anual en el horizonte relevante de proyección, por lo que decidió reducir la TPM en 25 puntos básicos a 4% anual.

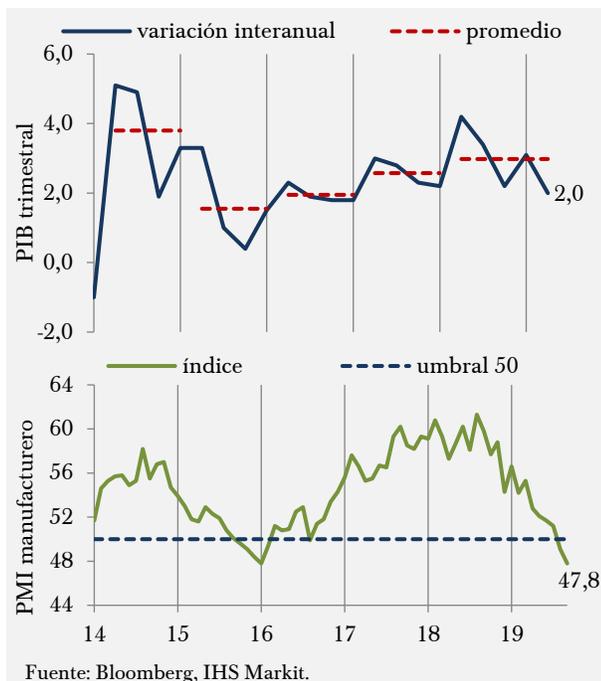
I. Entorno Internacional y Regional

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Mundo	3,6	3,3	3,3	3,6	3,1	3,1
EE UU	2,9	2,5	1,8	2,9	2,3	1,7
Eurozona	1,9	1,2	1,3	1,9	1,1	1,0
China	6,6	6,2	6,0	6,6	6,2	5,9
Brasil	1,1	1,0	2,2	1,1	0,9	2,0
Argentina	-2,5	-1,2	2,5	-2,5	-2,5	-1,1
Socios comerciales	2,0	1,1	2,5	2,0	0,5	1,4
Socios Mercosur	0,0	0,0	2,3	0,0	-0,8	0,7

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EEUU



Respecto al último IPoM, las perspectivas de crecimiento económico mundial se han reducido tanto para este año como para el 2020. Esto a consecuencia de las persistentes tensiones en materia de comercio internacional, la débil producción industrial y un reducido nivel de inversión durante el primer semestre del año. La incertidumbre política a nivel internacional no se ha disipado, lo cual eleva la probabilidad de ocurrencia de sucesos que pueden afectar de manera negativa a las economías domésticas.

Con respecto al conflicto comercial entre Estados Unidos y China, si bien hubo algún avance recientemente, la incertidumbre permanece latente. Por su parte, en Europa se ha elevado la probabilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido, lo que se espera que sea resuelto durante el último trimestre de este año. Además, se han sumado factores de tensión en Arabia Saudita, por los ataques a las plantas petroleras, y en China, por las continuas protestas en Hong Kong.

En cuanto a las condiciones financieras, los factores de incertidumbre han impulsado a los Bancos Centrales de todo el mundo a tener una posición más acomodaticia. Por otra parte, en la región, el escenario económico permanece complejo. En Argentina continúa el deterioro en su actividad económica en general y los altos niveles de inflación, mientras que, en Brasil, la actividad económica muestra signos ambiguos.

Los factores de riesgo, geopolíticos y comerciales, se han traducido en unas menores perspectivas de crecimiento tanto en las economías avanzadas como en las economías en desarrollo. Hasta el IPoM anterior, Estados Unidos era uno de los pocos países desarrollados en el cual la actividad manufacturera continuaba expandiéndose. Este periodo de expansión ha terminado en el mes de agosto de 2019, notándose que el PMI manufacturero se encontraba en zona de contracción, principalmente, a consecuencia de una caída de las nuevas órdenes para exportación. Las preocupaciones respecto al futuro desempeño de la economía americana han hecho que la Reserva Federal reduzca la tasa de fondos federales en dos ocasiones durante el tercer trimestre y

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona

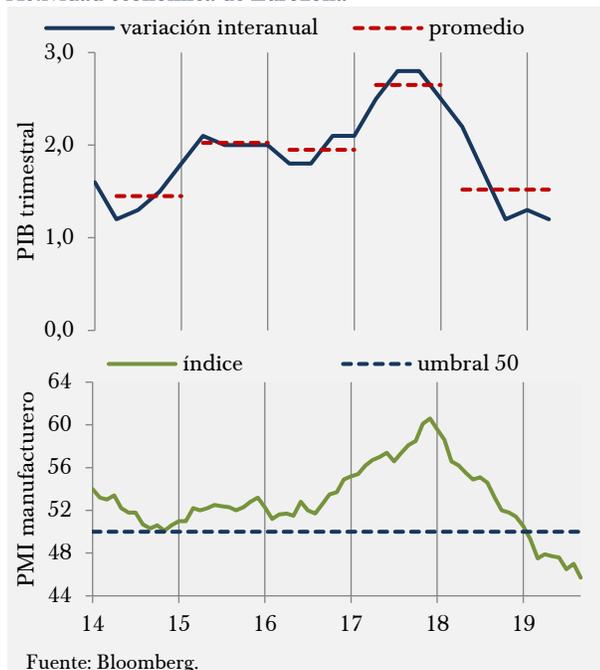
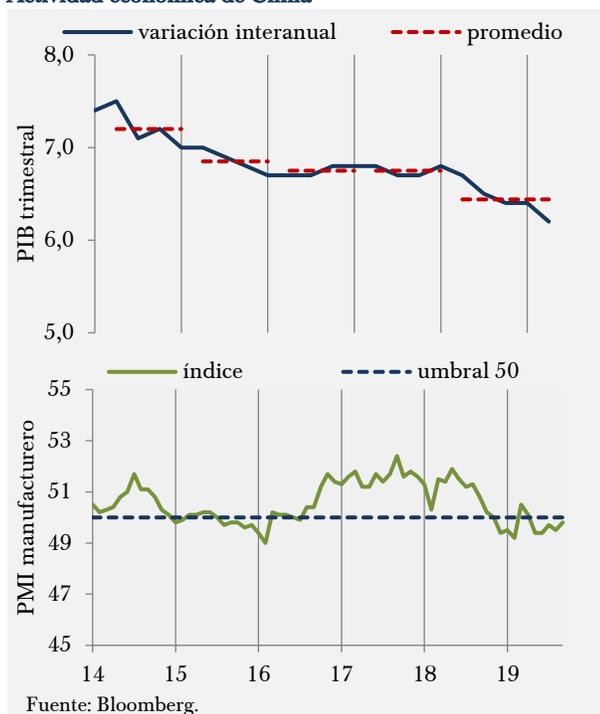


Gráfico I.3
Actividad económica de China



poniendo fin, de manera anticipada, al programa de reducción de su hoja de balance.

El panorama de la actividad económica de la Eurozona permanece complejo. La actividad manufacturera continúa contrayéndose, principalmente a consecuencia de una ralentización del comercio internacional, sin embargo, los niveles de empleo siguen mostrando datos favorables. En tanto que China, es la única economía que no ha tenido revisiones a la baja de su estimación de crecimiento, pese a ello, la situación de la actividad manufacturera sigue débil, lo cual ha afectado de manera negativa al precio de los *commodities*.

En cuanto a las economías sudamericanas, el desempeño sigue debilitado. En Argentina se prevé una caída del producto para este año y ahora también para el 2020. Tras las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO), la reacción del mercado se tradujo en una significativa depreciación del peso argentino frente al dólar americano, que se trasladó en un incremento en la inflación. Este escenario dificultaría aún más el proceso de ajuste macroeconómico que se viene dando en el país. En tanto que, en Brasil, se han registrado resultados ambiguos en lo relativo a la actividad económica, con tasas positivas y negativas de crecimiento interanual del indicador mensual de actividad a lo largo del 2019. Cabe destacar el mejor desempeño de la actividad manufacturera en los últimos meses y un mercado laboral más sólido para la economía brasileña. En los demás países de la región la actividad económica ha mejorado en el margen, en tanto que la presión al nivel de precios ha sido baja.

Actividad económica

Con los datos disponibles al segundo trimestre de 2019, el PIB de los Estados Unidos mostró un crecimiento anualizado de 2,0%, por debajo del 3,1% registrado en el primer trimestre del año. Los buenos niveles de gasto de los consumidores y del gobierno estatal y local durante el segundo trimestre fueron compensados por una reducción en la inversión en inventarios, un descenso de las exportaciones y una disminución de la inversión de capital fijo. Además, en el país persiste el bajo desempeño del sector agrícola, unas expectativas del sector manufacturero que muestran una posición más cauta y un contexto internacional que se ha vuelto menos favorable. En cuanto a

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

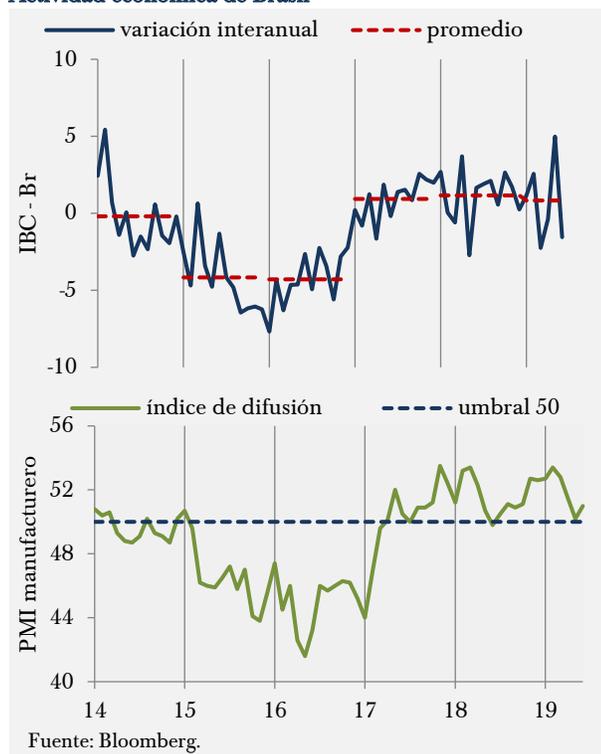
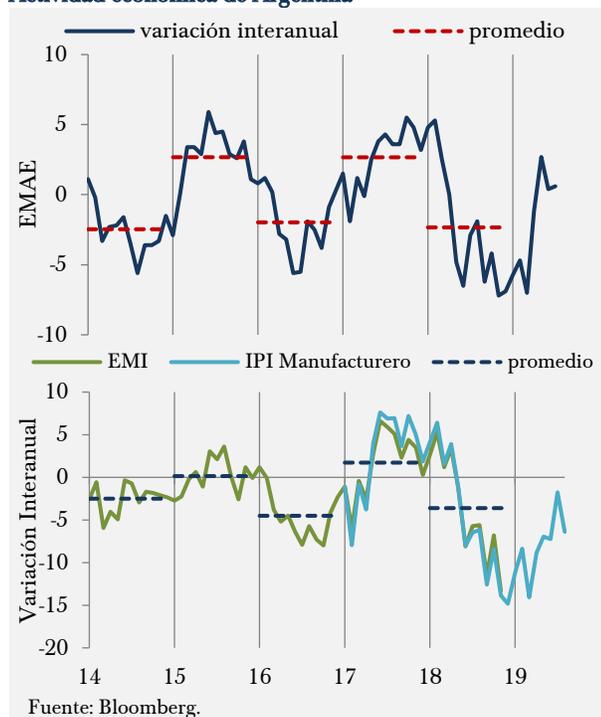


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



las perspectivas de crecimiento, se espera un menor desempeño para este año (2,3%) y se estima un 1,7% de crecimiento en 2020 (tabla I.1 y gráfico I.1).

La Eurozona cerró el segundo trimestre del año con una menor dinámica en su actividad económica. En el segundo trimestre de 2019, el PIB creció a una tasa interanual de 1,2%, menor al 1,3% registrado en el primer trimestre. Durante el periodo analizado se ha observado un buen desempeño de la inversión en formación bruta de capital fijo, así como del consumo de los hogares y del gobierno; sin embargo, las exportaciones e importaciones disminuyeron durante ese trimestre. Respecto al informe anterior, el PMI del sector manufacturero continúa situándose en zona de contracción, principalmente a consecuencia de una menor dinámica del comercio internacional y la incertidumbre generada por el *Brexit*. Por su parte, el mercado laboral se ha fortalecido en el segundo trimestre, con una tasa de desempleo del 7,5%, lo cual ha impactado de manera positiva en el nivel de ingreso real de los trabajadores. Así también, el deterioro en el indicador de confianza en la economía se ha moderado, a consecuencia de un mejor desempeño del sector servicios y un mayor nivel de bienestar de los hogares. Bajo este escenario, el crecimiento del PIB de 2019 en la zona euro se ha reducido a 1,1% (gráfico I.2).

Los datos al cierre del segundo trimestre de China indican un crecimiento del 6,2%, acorde a las expectativas del mercado. Este menor resultado respecto al primer trimestre se explica por un deterioro del sector manufacturero, que registró un PMI en zona de contracción durante dos meses en el trimestre. El menor ritmo de expansión económica estuvo acompañado también por un deterioro del comercio exterior chino, cuyas importaciones se redujeron durante todo el trimestre, como así también de las exportaciones en el mes de junio. Pese a esta situación, la expectativa de crecimiento para el año 2019 se ha mantenido sin cambios respecto al último IPoM (6,2%) (gráfico I.3).

La economía brasileña registró un crecimiento de 0,4% durante el segundo trimestre de 2019. La buena dinámica se vio sostenida por un buen desempeño del sector industrial y de servicios. Por su parte, el PMI ha mostrado un repunte en los últimos meses. Bajo esta coyuntura, los agentes han reducido sus previsiones de crecimiento para Brasil con

Gráfico I.6
Inflación en EEUU

Variación interanual, porcentaje

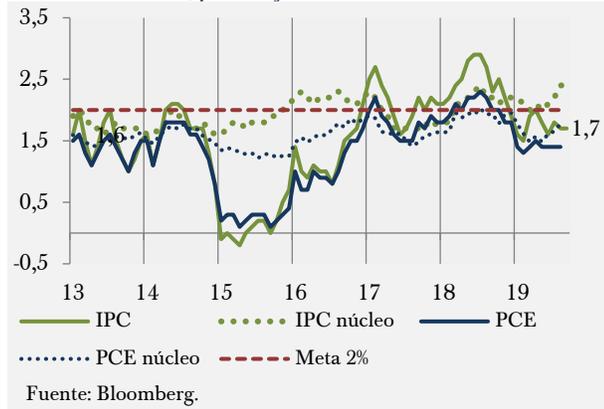


Gráfico I.7
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona

Porcentaje

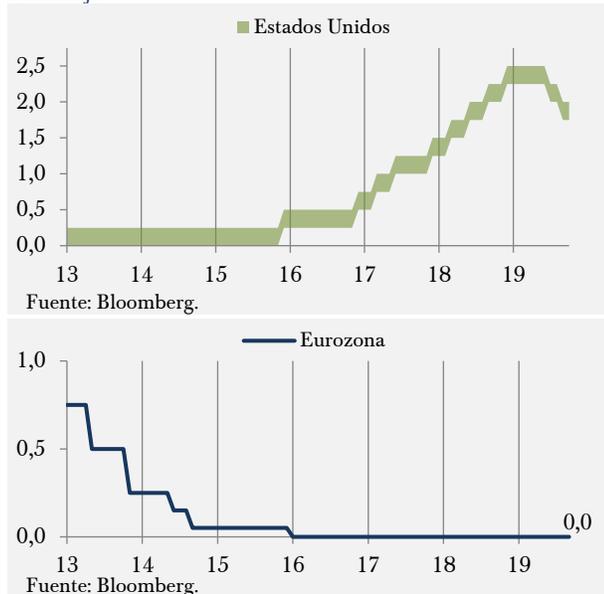


Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



respecto al IPoM anterior, situándose en 0,9% para el 2019 (gráfico I.4).

En Argentina, los últimos datos indican que el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre de 2019 fue 0,6% interanual; mientras que, desestacionalizando la serie se observa una caída del 0,3% trimestral en el PIB. Durante dicho trimestre, se ha visto una fuerte caída en las importaciones y un bajo nivel de consumo público, mientras que aumentaron el nivel de exportaciones y la actividad del sector agroganadero.

Por su parte, la producción industrial, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), sigue mostrando un desempeño débil. En este escenario, el pronóstico de crecimiento de Argentina ha tenido una nueva revisión a la baja para el 2019, con una variación estimada del PIB de -2,5% (-1,2% en el IPoM anterior).

Las perspectivas para la economía argentina continúan siendo complejas, ya que tras las elecciones ha aumentado la prima de riesgo del país, su moneda se ha depreciado y el gobierno ha tenido que implementar medidas transitorias para controlar la inflación (gráfico I.5).

Inflación y Política Monetaria

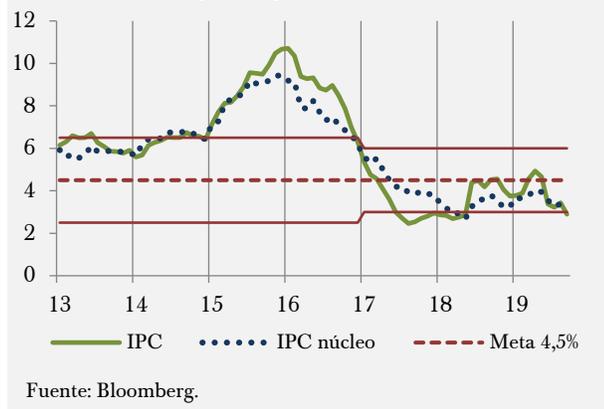
Las medidas de inflación de EE.UU. se han mantenido relativamente constantes en el tercer trimestre del año, pero la mayor parte de las medidas de inflación se han encontrado por debajo de la meta de 2% (gráfico I.6).

La inflación del IPC se ubicó en 1,7% interanual en setiembre (1,6% en el IPoM de junio) a consecuencia, principalmente, del incremento de los precios de alimentos y compensado por la reducción de los precios de la energía, mientras que su medida núcleo se situó en 2,4% (2,1% en el informe anterior), que continúa siendo impulsado por aumentos en los precios de alojamiento para la vivienda.

Por otro lado, el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó en agosto 1,4%, mientras que el PCE núcleo se incrementó 1,8% (gráfico I.6).

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

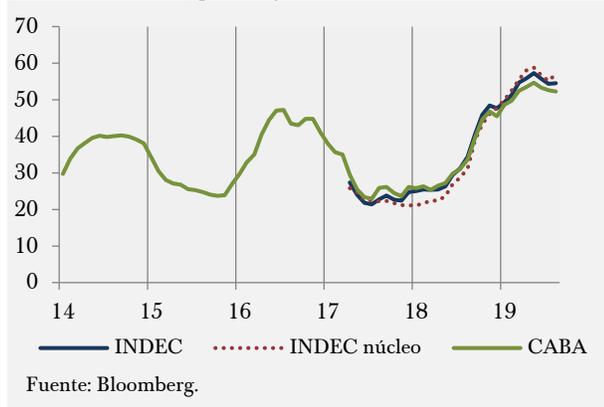


Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal redujo la tasa de fondos federales en dos ocasiones durante el tercer trimestre (julio y setiembre), dejando el rango de referencia en (1,75% - 2,00%). La flexibilización de la política monetaria en EE.UU. se ha dado a consecuencia de bajas presiones inflacionarias y como respuesta a la reducción de perspectivas de crecimiento de la economía mundial. De este modo, no se descartan nuevas reducciones en las tasas de interés por parte de la Fed en el cuarto trimestre (gráfico I.7).

En la Eurozona, la tasa de inflación a setiembre se ubicó en 0,9% interanual, una reducción respecto al informe anterior, explicado por la disminución de los precios de la energía (principalmente petróleo); mientras que la inflación núcleo llegó al 1,0% (gráfico I.8).

Gráfico I.10
Inflación en Argentina

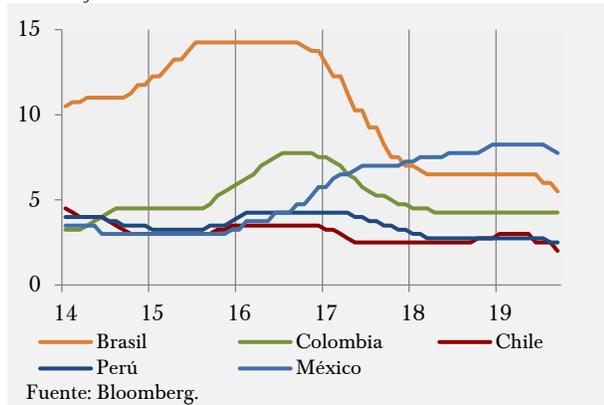
Variación interanual, porcentaje



En cuanto a las decisiones de política monetaria, el BCE ha mantenido sin variaciones las tasas de operaciones de refinanciación y facilidad marginal de crédito en el tercer trimestre, mientras que ha reducido la tasa de facilidad de depósitos en 10 puntos básicos. De esta manera, esta tasa se redujo a -0,50%, la tasa de operaciones de refinanciamiento en 0,00%, y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0,25% (gráfico I.7).

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

Porcentaje



En la región, la inflación total de Brasil fue 2,89% interanual en setiembre de 2019, mostrando una desaceleración de la misma durante el tercer trimestre del año (gráfico I.9). El cambio en la trayectoria de la inflación se da a consecuencia de una menor dinámica de los precios de alimentos y bebidas y artículos para el hogar. En este escenario, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha decidido realizar dos reducciones de 50 puntos básicos, en los meses de agosto y setiembre, para situar la tasa SELIC en 5,5% al cierre del tercer trimestre de 2019 (gráfico I.11).

Respecto a Argentina, la inflación se mantiene elevada alcanzando la tasa de 53,5% en setiembre de este año (gráfico I.10). En el mes de setiembre, el BCRA modificó su plan de crecimiento de agregados monetarios, estableciendo como objetivo un crecimiento de la base monetaria de 2,5% para los meses de setiembre y octubre. El país también se encuentra a la espera del último desembolso del acuerdo

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

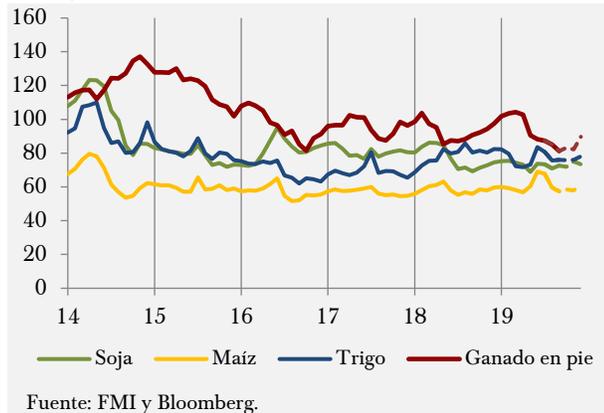


Gráfico I.13
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril

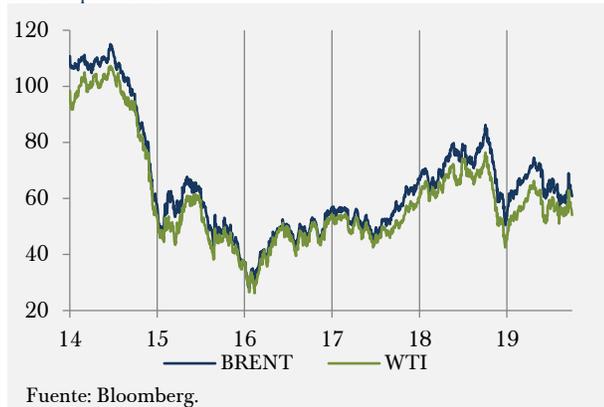
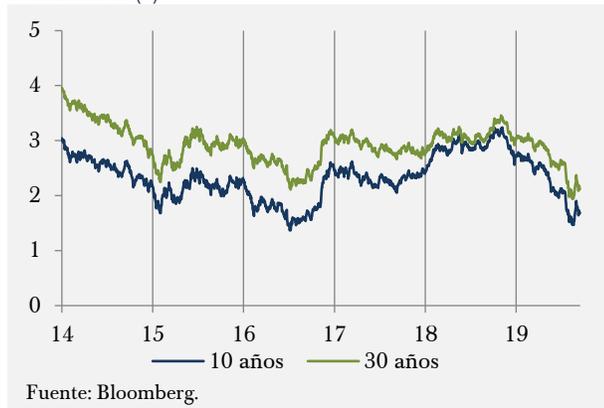


Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



Stand by con el Fondo Monetario Internacional, el cual se espera que sea concretado en el último trimestre de este año.

En los demás países de la región, las tasas de política monetaria se han reducido en Perú, México y Chile situándose en 2,5%, 8,0% y 2,0% anual respectivamente. Mientras que, el Banco de la República de Colombia ha mantenido su tasa de referencia en 4,25%, permaneciendo sin cambios en lo que va del año 2019 (gráfico I.11).

Materias primas

Los *commodities* agrícolas se han reducido durante el tercer trimestre del año. El precio de la soja se ha vuelto a caer en Chicago 1,4% respecto al trimestre anterior. En cuanto al maíz, su precio ha registrado una reducción de 16,8% desde el informe anterior, esto se dio a consecuencia de unos buenos niveles de stock de estos cereales en EE. UU. Por último, el precio del ganado en pie se redujo 8,0% en el mercado de Chicago (gráfico I.12). Pese a este escenario, se espera una recuperación para todos los *commodities* agrícolas para el cierre de 2019.

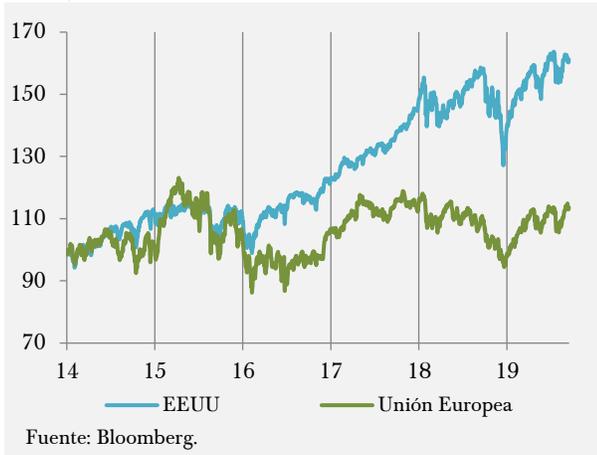
Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo han disminuido. Esto a consecuencia de una demanda que continúa débil y pese al ataque a las plantas petroleras en Arabia Saudita. En específico, el precio del petróleo Brent se ha reducido 8,7%, mientras que el de WTI ha disminuido en 7,5% respecto al informe anterior.

Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años han disminuido en promedio con respecto al IPoM anterior, a consecuencia de las reducciones en las tasas de interés por parte de la Fed y teniendo en consideración que EE.UU. sigue mostrando un panorama económico favorable, en comparación a las demás economías avanzadas (gráfico I.14).

El S&P500 de los Estados Unidos ha aumentado un 1,2% desde el informe previo, debido a expectativas favorables del sector servicios, los niveles de empleo que continúan mostrando un comportamiento robusto y el buen nivel de actividad económica. De la misma manera, el Euro STOXX 50 se encuentra 1,7% por encima del nivel reportado en el informe anterior. Apoyado en el desempeño favorable del

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



sector servicios y una posición más acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (gráfico I.15).

En comparación con el informe anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se ha apreciado un 3,4%. Esto se ha dado a consecuencia de la depreciación del Euro frente a la moneda norteamericana pese a la reducción de tasas de interés por parte de la Fed (gráfico I.16).

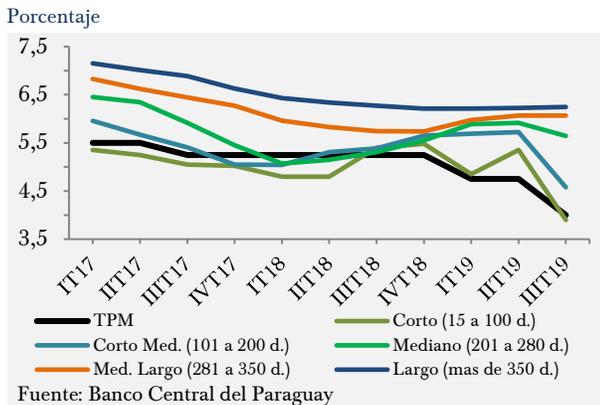
Gráfico I.16
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM



Política Monetaria

En el plano internacional, ha persistido la incertidumbre derivada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, lo cual ha intensificado el riesgo a la baja en las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial. Ante este escenario, la Reserva Federal ha adoptado un perfil de política monetaria más laxo con un recorte de tasas en los meses de julio y setiembre.

Del mismo modo, en el ámbito regional, el panorama se ha presentado complejo, especialmente luego de las elecciones primarias en Argentina. Así también, los datos sobre el nivel de actividad económica en Brasil han indicado menores tasas de crecimiento. En este contexto, la autoridad monetaria también decidió reducir la tasa de interés de referencia en dos oportunidades durante el tercer trimestre.

En el escenario local, los indicadores de corto plazo han dado cuenta de un desempeño económico débil, aunque en meses recientes se han observado signos de recuperación. En cuanto a los precios, conforme a la evolución de las distintas medidas de inflación y a los modelos de proyección, no se han observado presiones inflacionarias relevantes. En este contexto, el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA), ha considerado adecuado adoptar un perfil más acomodaticio de la política monetaria, compatible con la convergencia de la inflación proyectada a la meta, razón por la cual decidió recortar la tasa de referencia en 25 puntos básicos en cada una de las tres reuniones llevadas a cabo durante el tercer trimestre, ubicándola en 4% anual al cierre del mes de setiembre (gráfico II.1).

Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre, la evolución del perfil de las colocaciones de los IRM, según los plazos en días, ha mostrado una recomposición hacia los plazos 281 a 350 días (Mediano-Largo), Facilidad Permanente y de 201 a 280 días (Mediano), en detrimento de los demás plazos. Así, la participación en el tercer trimestre del plazo Mediano-Largo ha sido 21,2%, de la Facilidad Permanente ha sido 11,7% y del Mediano plazo fue 9,2%. Estas participaciones fueron

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

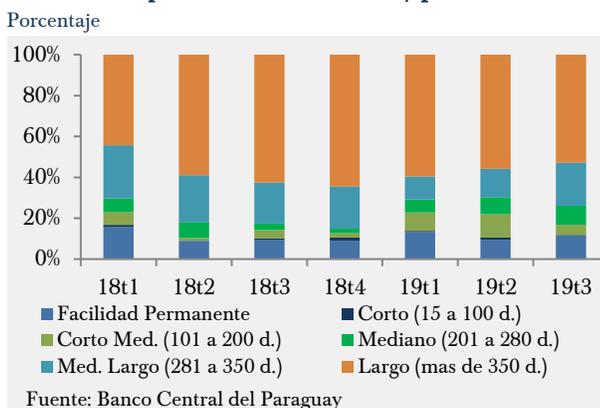


Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos

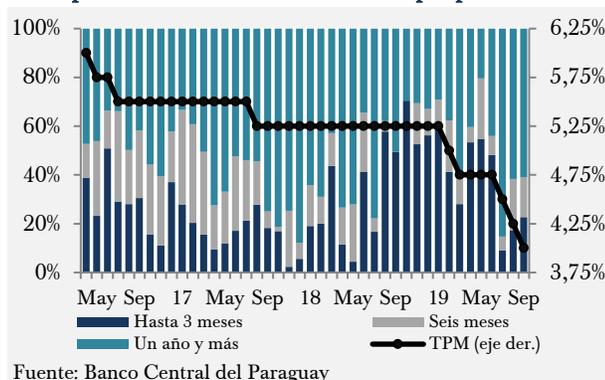


Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



Gráfico II.5
Créditos por sectores

Variación interanual

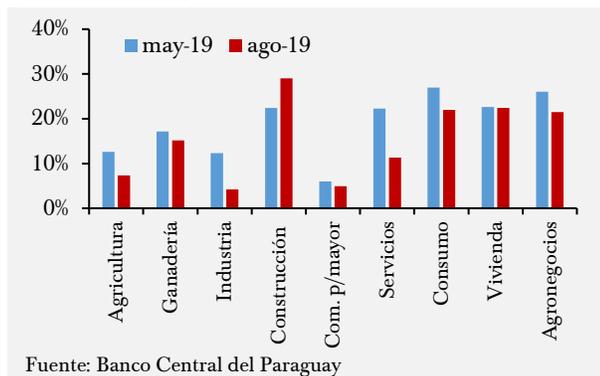


Gráfico II.6
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?



producto de incrementos en el orden del 7,41 p.p., 2,37 p.p. y 0,93 p.p. para los plazos Mediano-Largo, Facilidad Permanente, y Mediano, respectivamente, en relación a las participaciones del trimestre pasado. (gráfico II.2). Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo 2,3% respecto al segundo trimestre, que se explica principalmente por la caída de aquellos instrumentos de plazo Corto-Mediano (-6,6 p.p.), plazo Largo (-4,3 p.p.) y el plazo Corto (-1.1 p.p.), mientras que, los aumentos observados en las colocaciones de los plazos Mediano-Largo (6,9 p.p.) y Facilidad Permanente (2,2 p.p.) atenuaron la disminución del total.

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 instrumentos de 1 año y más. Así, en el tercer trimestre de 2019 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 16,2% del total, de 6 meses representó el 14,2% y la de 1 año y más representó el 69,6% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el último informe, el crédito total (sin efecto del tipo de cambio) ha seguido expandiéndose a tasas superiores a dos dígitos, si bien se ha moderado en los últimos meses. Así, en agosto de 2019, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 17%, ligeramente inferior a la registrada en mayo pasado (18,5%) y los créditos en moneda extranjera han mostrado un incremento de 3,1% interanual, por debajo del 6,2% observado en mayo de 2019 (gráfico II.4).

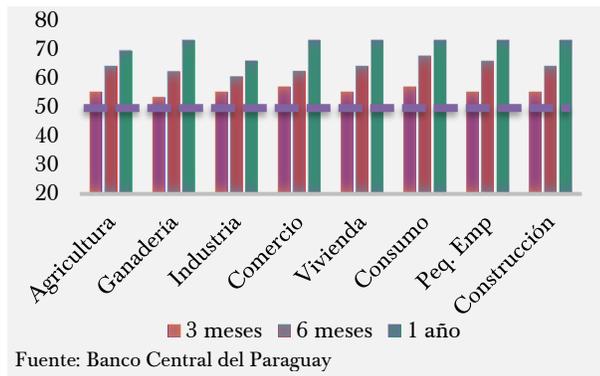
A nivel sectorial, considerando el total del crédito (moneda nacional y extranjera), se siguen observando variaciones positivas para los préstamos destinados a los diversos sectores, aunque en la mayoría de los casos las tasas son menores a las observadas en mayo de este año. Se destaca el menor crecimiento de los préstamos a la industria, servicios, agricultura, ganadería, entre otros. En contrapartida, se ha observado un mayor dinamismo de los créditos destinados al rubro construcción (gráfico II.5).

Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito, del segundo trimestre del año 2019, muestran que el 25% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de

Gráfico II.7

Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito

Índice de difusión



créditos. Esta tasa es bastante inferior a la observada en el mismo periodo del 2018 (71,4%), (gráfico II.6).

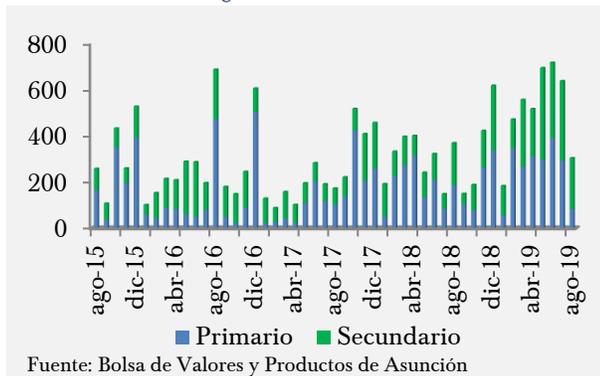
Por su parte, el índice de las expectativas para la concesión de créditos se mantiene en la zona de expansión, mientras que los índices de situación y confianza se encontraron en la zona de contracción. A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses permanecen en la zona de expansión. La encuesta revela que las mejores perspectivas, corresponden a los sectores de Consumo y Comercio (gráfico II.7).

Mercado bursátil

Gráfico II.8

Volumen negociado en la BVPASA

En miles de millones de guaraníes



El total negociado al mes de agosto en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 69,23%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (59,9%), de derivados (1906,22%) y de instrumentos de reporto (567,23%), compensado por la disminución de las operaciones de renta variable (5,58%). Por otro lado, del total negociado en los ocho primeros meses del año, el 50,09% correspondió a transacciones en el mercado primario y 49,91% al mercado secundario (gráfico II.8).

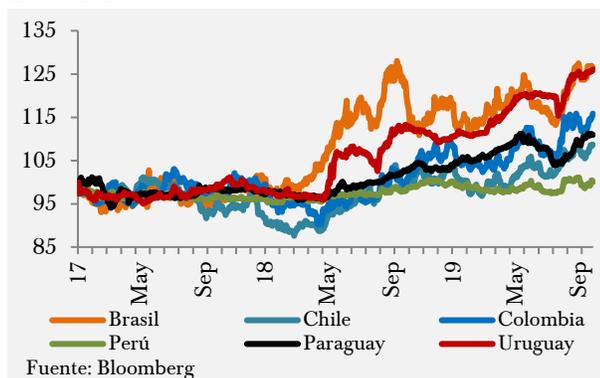
Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija. Del total de transacciones, en agosto la distribución es la siguiente: Bonos Corporativos 27,8%, Bonos Financieros 17,6%, Bonos Subordinados 9,1%, Acciones 3,6%, Bonos Públicos 34,6%, Bonos Bursátiles de Corto Plazo 5,30%, Futuros 1,94% y Títulos de Crédito 0,15%.

En agosto, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 9,05% y en 6,17% para aquellas en moneda extranjera.

Gráfico II.9

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2017=100

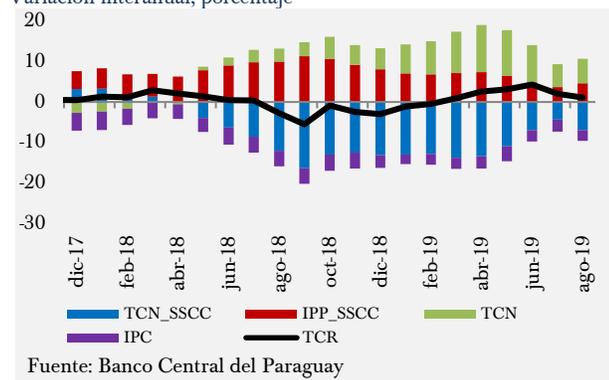


Tipo de cambio

En el tercer trimestre del año, las monedas de la región, incluyendo el guaraní, presentaron depreciaciones en relación a las cotizaciones registradas a finales del pasado trimestre. Las depreciaciones observadas tuvieron lugar en el peso colombiano (8,30%), el real brasileño (7,98%), el peso chileno (7,36%), el peso uruguayo (5,05%), el guaraní (2,94%) y el sol peruano (2,31%) (gráfico II.9).

Por otra parte, en agosto de 2019, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 1,1% en términos

Gráfico II.10
Tipo de cambio real multilateral
Variación interanual, porcentaje



interanuales, por debajo de la tasa observada en el informe anterior (mayo 2019). Este resultado se explica fundamentalmente por una depreciación nominal de la moneda local que fue menor con relación a la verificada por las monedas de los socios comerciales. Asimismo, la inflación de los socios comerciales se ha reducido más que la doméstica en el periodo de referencia (gráfico II.10).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

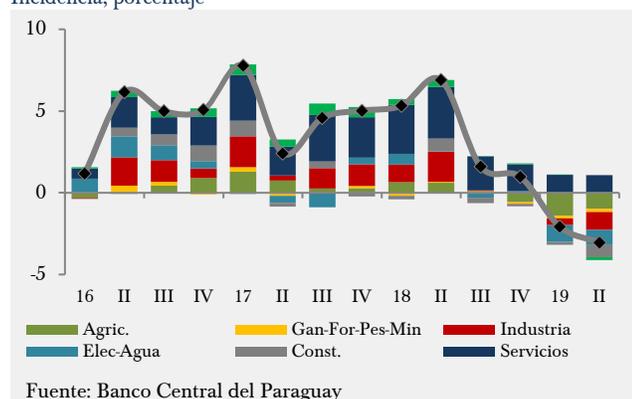
Sectores	Pond. 2018	2018				2019	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura	8,3	5,6	7,0	-0,1	-8,1	-11,8	-11,4
Ganad., otros	3,1	-5,5	1,8	3,3	-3,4	-5,6	-5,8
Industria	19,5	5,6	9,7	0,2	-0,1	-2,1	-5,6
Elect. y agua	8,1	7,7	0,2	-3,7	1,2	-11,9	-12,0
Construcción	6,0	-3,6	13,4	-5,0	-2,1	-3,3	-12,0
Servicios	47,5	6,8	6,7	4,4	3,4	2,5	2,3
Impuestos	7,6	4,8	5,7	0,1	0,7	0,1	-2,4
PIB Total	100,0	5,3	6,9	1,6	1,0	-2,1	-3,0
PIB s/ Agric. y sin Bin.	86,2	5,1	7,5	2,2	1,9	0,7	-1,6

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. 2018	2018				2019	
		I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna	72,9	8,2	4,8	10,5	1,4	-0,4	-3,0
Consumo hogares	47,7	6,5	4,3	2,3	2,5	-0,2	0,4
Consumo gobierno	8,3	9,4	5,7	6,8	3,2	4,3	5,7
FBK	16,9	12,0	6,0	48,7	-3,4	-2,8	-16,3
FBKF*	13,6	0,0	11,4	-2,6	-1,4	-6,9	-16,4
Exportaciones	27,1	1,7	20,0	-12,7	6,2	-4,8	-4,5
Importaciones	25,3	10,1	13,8	7,4	7,7	0,0	-4,4
PIB Total	100	5,3	6,9	1,6	1,0	-2,1	-3,0

*Representa el 65% de la FBK

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

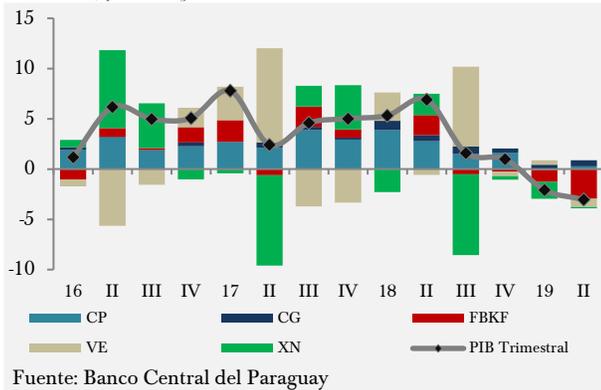
En el segundo trimestre, la actividad económica se ha mantenido débil, principalmente como consecuencia del impacto de los choques de oferta (climáticos) y del entorno externo complejo, sobre todo en el plano regional. En dicho periodo, el PIB registró una tasa de variación interanual de -3,0% (6,9% en el segundo trimestre del 2018). Por el lado de la oferta, este resultado fue explicado por el desempeño desfavorable de la agricultura, la manufactura, la construcción y la generación de energía eléctrica. Por el lado del gasto, el componente con mayor incidencia fue la formación bruta de capital. Con este resultado, la tasa de variación acumulada al primer semestre de 2019 se situó en -2,5%.

El sector agrícola presentó una reducción de -11,4% con respecto al mismo trimestre del año 2018 (según los últimos registros oficiales del MAG), explicada por los menores niveles de producción de soja en la campaña 2018/2019, que fue afectada por una sequía en el periodo de siembra. No obstante, este resultado fue parcialmente atenuado por las variaciones positivas registradas en la producción de arroz, maíz, mandioca, sésamo y poroto (tabla III.1). Al cierre del primer semestre, el sector acumula una variación de -11,6%.

El sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de -12,0%. El desempeño desfavorable del trimestre sigue siendo explicado por la menor producción de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido al menor caudal del río Paraná. Asimismo, la distribución de electricidad y agua también ha verificado comportamiento desfavorable al compararla con el mismo trimestre del 2018. La variación acumulada del sector al primer semestre se ubica en -12,0%.

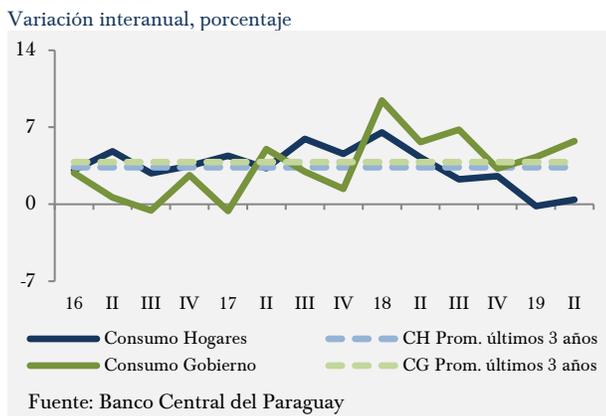
Por su parte, la actividad manufacturera presentó una variación interanual de -5,6%, explicada principalmente por el menor desempeño de la producción de bebidas y tabaco, carne, aceites, productos metálicos, minerales no metálicos, textiles y prendas de vestir, azúcar, maquinarias y equipo. No obstante, se observaron resultados positivos en la producción de químico-farmacéuticos, molinería y panadería, productos del papel, metales comunes y otros alimentos. La tasa de

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



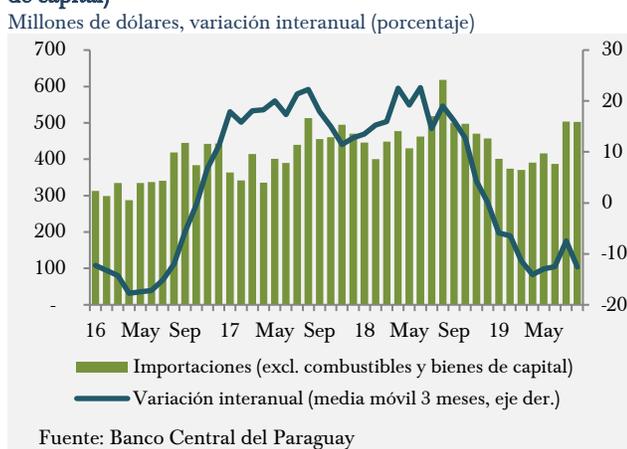
Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

variación acumulada para este sector es -3,9% al cierre del primer semestre.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó una variación interanual de -5,8% en el segundo trimestre. Este resultado se debe fundamentalmente al menor nivel de faenamiento de ganado bovino. Además, se ha observado una contracción en el sector minero, que está ligada en gran medida al desenvolvimiento desfavorable de la construcción. Sin embargo, estos resultados han sido parcialmente atenuados por los buenos niveles de producción de otros rubros pecuarios como cerdos, huevos y leche cruda que contribuyeron a mitigar la caída. Con este resultado, la variación acumulada del sector al primer semestre se sitúa en -5,7%.

El sector de la construcción presentó una variación de -12,0% en el segundo trimestre de 2019. El desempeño de la actividad estuvo influenciado principalmente por el exceso de lluvias que han obstaculizado el normal desenvolvimiento de las obras tanto públicas como privadas. El sector acumula una caída de -7,7% al primer semestre del 2019. No obstante, se espera un mejor desempeño para el segundo semestre del año, debido al mayor dinamismo de las obras públicas.

Por su parte, el sector de los servicios continúa mostrando un desempeño favorable. En el segundo trimestre, el sector creció 2,3% en términos interanuales. Este desempeño fue sostenido por los resultados positivos observados en los servicios gubernamentales, servicios a los hogares, intermediación financiera, servicios de hotelería y restaurantes, telecomunicaciones y servicios inmobiliarios. En contrapartida, el comercio, los transportes y los servicios a las empresas presentaron un resultado negativo. Al cierre del primer semestre, el sector acumula un crecimiento de 2,4%.

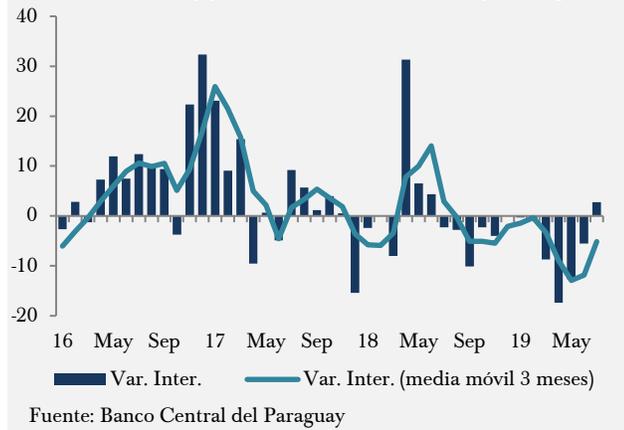
Desde la perspectiva del gasto, en el segundo trimestre de 2019, la disminución del PIB ha estado relacionada principalmente con la demanda interna. El componente con mayor incidencia interanual fue la formación bruta de capital y, en menor medida, las exportaciones netas. No obstante, el consumo total permitió atenuar la caída, registrando un crecimiento interanual de 1,2%.

Al desagregar el consumo total, el consumo privado ha verificado un incremento interanual de 0,4%, debido

Gráfico III.5

Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



básicamente a un aumento en los gastos en servicios (incluyendo los relacionados con la salud, educación y recreación) y también en bienes no durables (incluyen esencialmente alimentos y combustibles), a diferencia de los gastos en bienes durables (electrodomésticos y vehículos automotores) en los cuales se ha registrado una tasa de variación negativa. Por su parte, el consumo público ha verificado un crecimiento de 5,7% en términos interanuales.

La formación bruta de capital fijo (FBKF), en cambio, registró una variación interanual de -16,4%. Este desempeño estuvo influenciado principalmente por el menor nivel de las construcciones y de la inversión en maquinarias y equipos.

Por el lado de la demanda externa, la exportación de bienes y servicios verificó una variación interanual de -4,5%, resultado que se explica por las reducciones observadas en las exportaciones de carne, soja y sus derivados (aceites y harina de soja) y electricidad. A su vez, las importaciones de bienes y servicios se han reducido interanualmente en -4,4%, debido a menores niveles de importaciones registrados principalmente en combustibles y lubricantes, vehículos automotores, productos del hierro y productos del plástico. Con estos resultados, la demanda externa neta registró una disminución interanual de -5,1%.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha incidido en la disminución del PIB en el segundo trimestre de 2019, con -2,9 puntos porcentuales (p.p.), siendo la incidencia de la FBK -3,8 p.p., atenuado parcialmente por el consumo total con una incidencia positiva de 0,9 p.p. Finalmente, la demanda externa neta también incidió negativamente en el PIB con -0,1 p.p.

Finalmente, conforme a los indicadores adelantados de corto plazo, el dinamismo de la actividad económica comenzaría a repuntar desde el tercer trimestre de 2019. Se espera un mejor desempeño para el segundo semestre del año, sobre todo por un mayor dinamismo de las obras públicas conforme vaya dándose una mayor ejecución del plan de reactivación económica

Gráfico III.6

Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

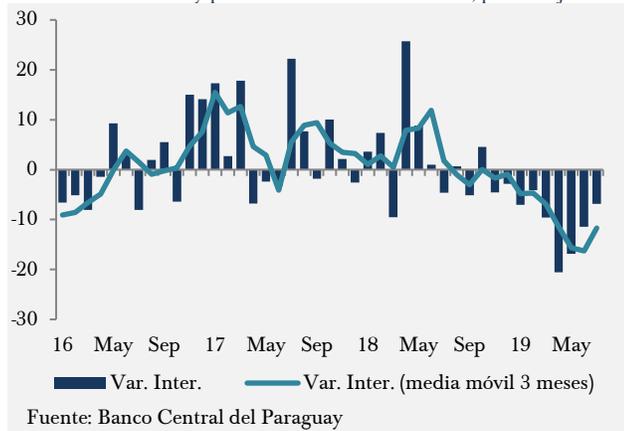


Gráfico III.7

Importaciones bajo el régimen de turismo

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)

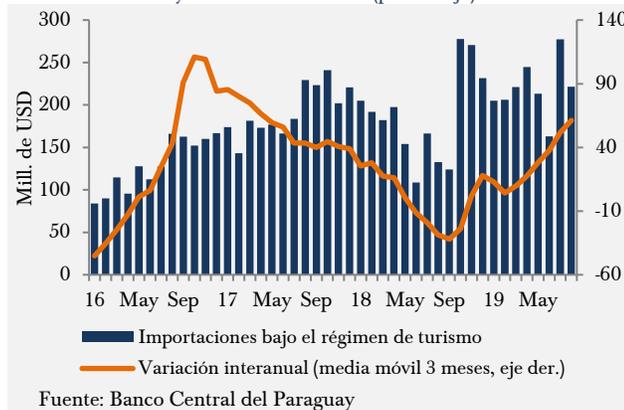


Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

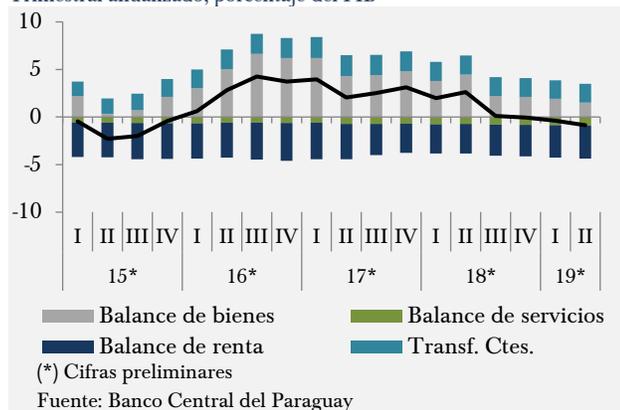


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2017*	2018 (f)	2019 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	1.214,5	8,6	-420,4
Balanza Comercial	1.872,2	901,3	309,0
Exportaciones	13.396,4	13.818,8	12.447,5
Importaciones	-11.524,2	-12.917,5	-12.138,6
Servicios	-273,0	-333,6	-344,3
Renta	-1.207,4	-1.360,6	-1.191,3
Transferencia Corriente	822,7	801,5	806,3
Cuenta Corriente (% PIB)	3,1	0,0	-1,1

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Cuenta Corriente

Con respecto al IPoM de junio, los saldos en la cuenta corriente fueron ajustados de USD 1.206,2 millones a USD 1.214,5 millones (3,1% del PIB) para el año 2017 y de USD 219,8 millones a USD 8,6 millones (0,0% del PIB) para 2018. Este cambio se explicó principalmente por las actualizaciones en la balanza de renta provenientes de las nuevas cifras de utilidades de la Inversión Directa.

Con relación al 2019, considerando los datos más actualizados, se ha realizado la estimación para los componentes de la cuenta corriente, sobre la base del comportamiento más probable de los indicadores de actividad y gasto en lo que resta del año.

Como fue señalado en el IPoM anterior, el factor climático adverso ha afectado a diversos sectores económicos, particularmente a la producción agrícola y a la generación de electricidad. En este contexto, las estimaciones de las exportaciones han sido ajustadas levemente a la baja, fundamentalmente por una disminución en las estimaciones de los envíos de granos de soja, así como por un recorte mayor en las proyecciones iniciales de exportación de energía eléctrica.

En el caso de las importaciones y conforme a los datos disponibles al tercer trimestre del año 2019, se ha procedido a ajustar la proyección al alza, pues a pesar del débil comportamiento que experimentan las compras de los bienes de consumo y bienes intermedios, las importaciones realizadas bajo los regímenes de turismo y de maquila se han ubicado por encima de los niveles previstos. Con estas revisiones, la cuenta corriente estimada para el año 2019 cerraría con un déficit del orden de USD 420 millones (1,1% de PIB).

Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central

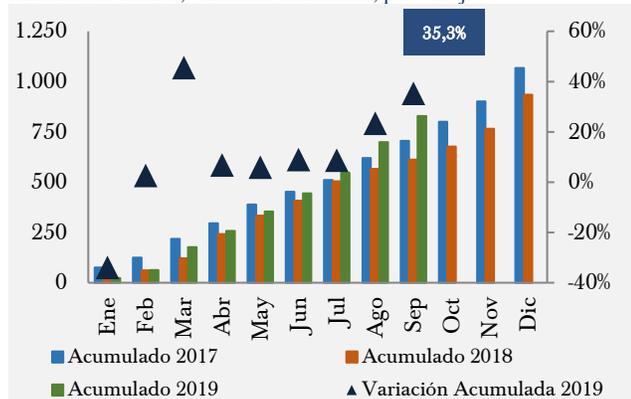
En miles de millones de guaraníes

	Set. 2018	Set. 2019	Var. (%)
Ingreso total recaudado	24.053	25.036	4,09%
Ingresos tributarios	17.443	17.752	1,77%
Otros ingresos	6.610	7.283	10,19%
Gasto total obligado	21.813	23.898	9,56%
Remuneración a los empleados	10.512	11.304	7,53%
Uso de bienes y servicios	2.120	2.359	11,28%
Prestaciones sociales	3.714	4.063	9,41%
Otros gastos	5.467	6.171	12,88%
Adquisición neta de activos no financieros	3.072	4.156	35,31%
Balance operativo	2.240	1.138	
Préstamo neto/endeudamiento neto	-832	-3.018	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.9
Adquisición Neta de Activos No Financieros

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Finanzas públicas

El menor dinamismo de la actividad económica y de la demanda también se han ido reflejando en la recaudación del fisco. El ingreso total recaudado a setiembre ascendió a 25 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado de 4,1% (6,2% en el informe anterior). Este resultado se debe a un aumento de los Ingresos Tributarios en 1,7% y de la cuenta Otros Ingresos en 10,2% (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).

El gasto total obligado a setiembre totalizó 23,9 billones de guaraníes, lo que representa un incremento de 9,6% respecto al acumulado a setiembre de 2018 (8,8% en el IPoM de junio). La variación positiva se explica por aumentos en los gastos en concepto de remuneración a los empleados, usos de bienes y servicios, prestaciones sociales y otros gastos.

Por su parte, la Adquisición Neta de Activos no Financieros acumulada a setiembre de este año y que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un incremento del 35,3% con respecto al acumulado a setiembre del 2018 (gráfico III.9).

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit (Préstamo o Endeudamiento neto) de 3 billones de guaraníes a setiembre, que representa 1,2% del PIB.

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

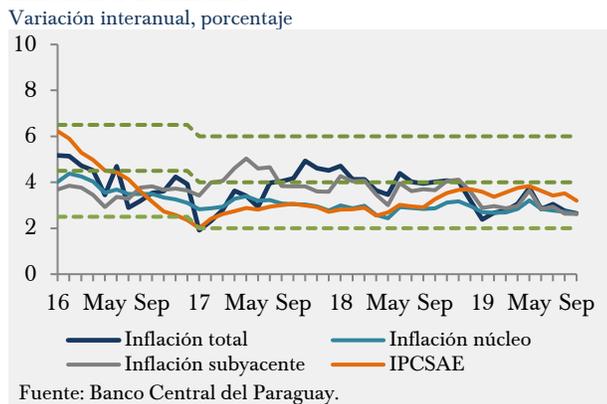


Gráfico III.11
Inflación mensual

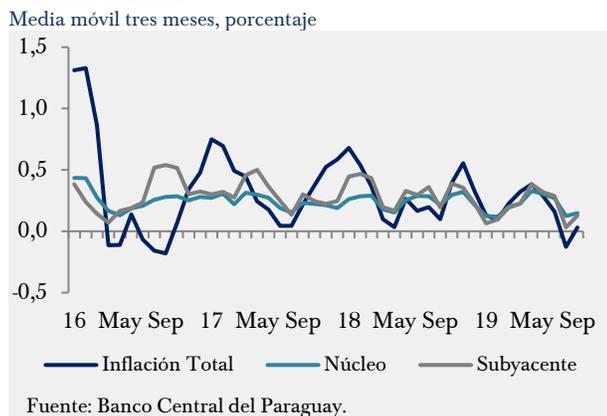
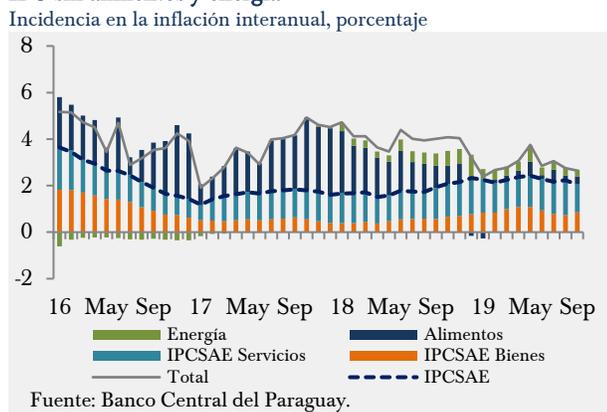


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía



Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total y las medidas subyacentes se han mantenido en niveles bajos, en la zona inferior del rango meta.

En el tercer trimestre, la inflación interanual promedió una tasa de 2,8%, por debajo de la observada en el segundo trimestre (3,2%) y también menor al promedio del 4% registrado en el tercer trimestre del año pasado.

La inflación del periodo julio-setiembre se explicó principalmente por aumentos de precios de algunos servicios y de los bienes duraderos de la canasta. Estos últimos estuvieron influenciados por el comportamiento de la moneda norteamericana con respecto al guaraní principalmente en el último mes del tercer trimestre. No obstante, se registraron disminuciones de precios en algunos alimentos y bebidas alcohólicas.

En el tercer trimestre del 2019, la inflación núcleo mostró un comportamiento similar a la inflación total, promediando una tasa del 2,7% (3% en el segundo trimestre). Por su parte, la subyacente (excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (además de excluir frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 2,7% y 2,5%, menores a las registradas en el segundo trimestre del año 2019 (3,1% y 2,8%, respectivamente) (gráfico III.10).

Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió en el tercer trimestre del año una tasa de 0%, por debajo de la observada entre abril y junio (0,3%), y también menor a la registrada en el periodo julio-setiembre del año anterior (0,1%). Por otro lado, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, entre julio y setiembre, tasas mensuales de 0,1% y 0,1%, respectivamente, en tanto que las registradas entre abril y junio de 2019 fueron del 0,3% para los indicadores mencionados (gráfico III.11).

En el periodo julio-setiembre del corriente, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) promedió una tasa interanual de 3,4%, menor al promedio registrado en el último IPoM que fue del 3,7%. Este comportamiento, está explicado por la disminución observada en el IPCSAE bienes que en el último mes del tercer cuarto registró una variación interanual del 3,2%, menor al 3,6% registrado en el segundo trimestre finalizado en junio de este año. Por su parte, el IPCSAE

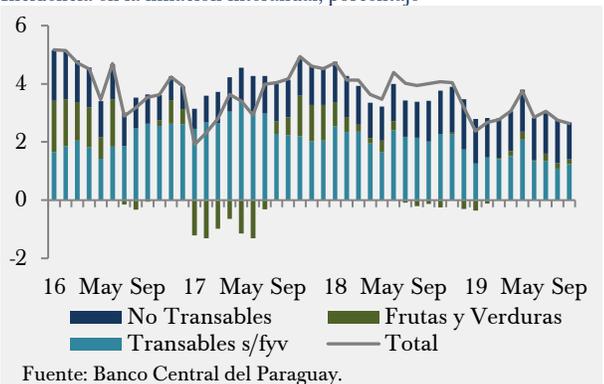
Gráfico III.13
Inflación de bienes y servicios administrados
Variación interanual, porcentaje



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



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



servicios promedió una tasa de variación de 3,6% entre julio y setiembre, mayor a la variación promedio interanual del 3,5% verificada en el segundo trimestre del presente año (gráfico III.10) (gráfico III.12).

En la agrupación alimentos se registraron caídas de precios, principalmente, en los cortes de carne vacuna, productos frutihortícolas, así como de carne de aves, carne de cerdo, aceites y azúcar. En esta agrupación, las disminuciones fueron atenuadas por los aumentos de precios registrados en cereales, menudencias vacunas, lácteos, carne de pescado, y bebidas no alcohólicas, entre otros.

Con respecto a los precios de los bienes administrados, los mismos mostraron una variación interanual promedio de 3,2%, inferior a la observada en el segundo cuarto (3,8%). Por su parte, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 2,9% (3,3% en el segundo trimestre del 2019) (gráfico III.13).

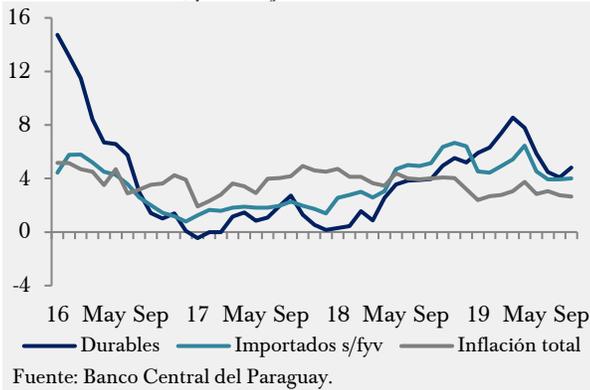
Además, en el segmento de los bienes no transables, entre los más destacados se mencionan incrementos en los precios de alquileres de vivienda, servicio doméstico, mantenimiento de vehículos, servicio de telefonía móvil y alimentos consumidos fuera del hogar. (gráfico III.14) (gráfico III.15).

Igualmente, en el trimestre julio–setiembre, los bienes duraderos, observaron una suba, especialmente en aquellos de origen importado, comportamiento directamente relacionado con la depreciación del guaraní respecto al dólar norteamericano verificado principalmente a finales del tercer trimestre. (gráfico III.16).

Con respecto a los bienes derivados del petróleo, durante el tercer trimestre se produjo una leve disminución en los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico, apuntándose bajas en los precios de las naftas y gasoil aditivado, debido a una menor cotización del crudo a nivel internacional observado durante el periodo.

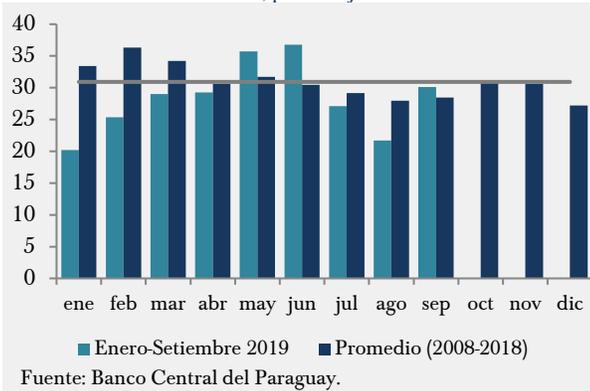
Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 26,3%, inferior al promedio observado entre abril y junio 2019 que fue de 33,9%, y también menor al promedio histórico de 28,5% (gráfico III.17).

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



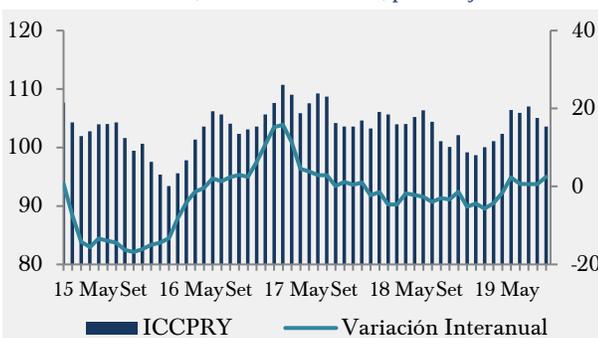
Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), entre mayo y agosto se registró una caída de 2,2%, explicada principalmente por la reducción de los precios de la energía (petróleo y gas) y en menor medida por la disminución de los precios de los productos agropecuarios (maíz, trigo, carne de cerdo). No obstante, la variación interanual sigue siendo positiva y se ubicó en 2,5% en el mes de agosto (gráfico III.18).

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



Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de setiembre, se ubican en 3,5% para el cierre del año 2019. No obstante, para los próximos 12 meses como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses), los agentes estiman una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

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



(*) Calculado a partir de los precios en dólares

Fuente: Banco Central del Paraguay.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Mundo	3,6	3,3	3,3	3,6	3,1	3,1
EE UU	2,9	2,5	1,8	2,9	2,3	1,7
Eurozona	1,9	1,2	1,3	1,9	1,1	1,0
China	6,6	6,2	6,0	6,6	6,2	5,9
Brasil	1,1	1,0	2,2	1,1	0,9	2,0
Argentina	-2,5	-1,2	2,5	-2,5	-2,5	-1,1
Socios comerciales	2,0	1,1	2,5	2,0	0,5	1,4
Socios Mercosur	0,0	0,0	2,3	0,0	-0,8	0,7

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de junio, la actividad económica global ha seguido debilitándose, lo cual se ha reflejado en una corrección a la baja de los pronósticos de crecimiento de las principales economías. En la región, las condiciones económicas se han deteriorado significativamente en Argentina, mientras que en Brasil las perspectivas de crecimiento se mantienen en niveles similares al informe anterior, aunque muy por debajo de las proyecciones iniciales.

Las perspectivas de crecimiento mundial previstas tanto para 2019 como para 2020 se ubican en 3,1%, ambas disminuyendo en 0.2 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). Las condiciones de incertidumbre política y las continuas tensiones económicas internacionales fueron factores determinantes en los ajustes del crecimiento de la economía global.

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento del PIB para el 2019 se revisaron a la baja (-0,2 p.p.) ubicándose en 2,3%. En el 2020 se espera un crecimiento de 1,7%, presentando también una disminución con respecto a la proyección presentada en el IPoM de junio (1,8%).

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para el 2019 disminuyó 0,1 p.p., situándose en 1,1% y para el 2020 se prevé un crecimiento de 1,0% (1,3% en el informe anterior). En China, la estimación de crecimiento para el 2019 se mantiene en 6,2% y para el 2020 fue corregida a la baja (-0,1 p.p.), previéndose una tasa de crecimiento del 5,9%.

En cuanto a las economías de la región más relevantes para Paraguay, las proyecciones de crecimiento respecto a lo indicado en el IPoM de junio fueron corregidas a la baja. Para Brasil, se estima una expansión del 0,9% en 2019, presentando una leve disminución respecto al último informe (1,0%). Así también, el pronóstico de crecimiento para el próximo año ha sido revisado a la baja (-0.2 p.p.) y se espera una expansión del 2,0%. Por su parte,

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

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

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

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

	2017	2018	2019 (f)
PIB	5,0	3,7	0,2
Demanda Interna	5,9	6,0	0,9
Formación bruta de capital	12,7	12,8	-1,5
Formación bruta de capital fijo	5,9	1,5	-1,5
Consumo total	4,2	4,2	1,6
Consumo privado	4,5	3,9	0,8
Consumo público	2,1	6,0	6,5
Exportaciones de bienes y servicios	8,3	2,7	-5,1
Importaciones de bienes y servicios	12,0	9,6	-3,4
Cuenta corriente (% del PIB)	3,1	0,0	-1,1
FBKF (% del PIB nominal)	18,6	18,2	17,9

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

para Argentina, se prevén caídas en 2019 y en 2020, estimadas en -2,5% y -1,1% respectivamente, cifras muy inferiores a las previstas en el IPoM de junio (-1,2% y 2,5%, respectivamente). Asimismo, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur y de los socios comerciales también se ubican por debajo de las previstas en el IPoM anterior (tabla IV.1).

En cuanto al nivel de precios, en Estados Unidos se espera una tasa de inflación de 1,8% para este año (menor al 1,9% indicado en el informe anterior) y de 2,1% para 2020. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) para el 2019 y el 2020, se situaría en 1,7% y 2,1%, respectivamente.

En la Eurozona, la inflación esperada para el 2019 se mantiene en 1,3%, estable respecto al IPoM de junio, e igual a la tasa prevista para el 2020, que si fue revisada a la baja (1,4% en el informe anterior).

En Argentina las expectativas señalan una percepción de importantes presiones inflacionarias. Se prevé una inflación del 54% para el 2019 y de 40,3% para el 2020. Ambas cifras se ubican muy por encima de lo esperado en el informe anterior, que se situaban en 40,1% y 26,9%, respectivamente. Por otro lado, para Brasil se espera una inflación del 3,6%, menor a la prevista en el informe anterior (4,0%). La inflación estimada para el 2020 también fue revisada a la baja pasando de 4,0% en lo reportado anteriormente a una tasa de 3,9%.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 2,1% anual en el 2019, por debajo de lo previsto en el IPoM de junio (2,3%). Para 2020, la revisión a la baja fue mayor, situándose en 1,6% anual, frente al 2,1% indicado en el informe anterior. A su vez, los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años, se ubicaron, en promedio, en 2,0% anual, por debajo del dato presentado en el informe anterior (2,4%). Para el año 2020 se espera que el rendimiento promedio se encuentre en torno a 1,9% anual, por debajo del 2,5% esperado anteriormente.

En cuanto al escenario base doméstico, la proyección de crecimiento del PIB para el 2019 se redujo de 1,5% a 0,2%.

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

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

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	2,8	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,2	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	2,7	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,1	3,9	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

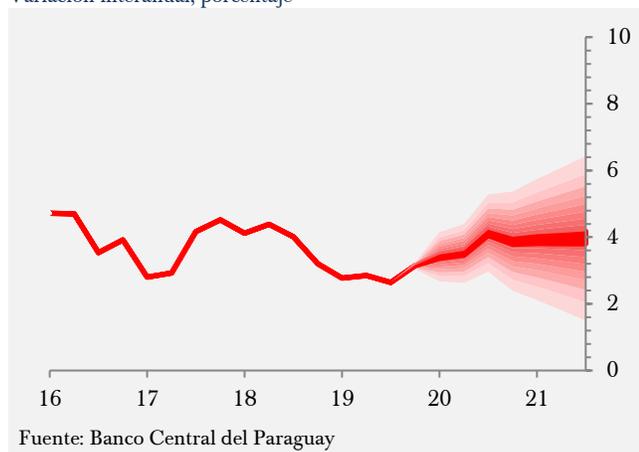
(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2021

Gráfico IV.1
Proyección de inflación

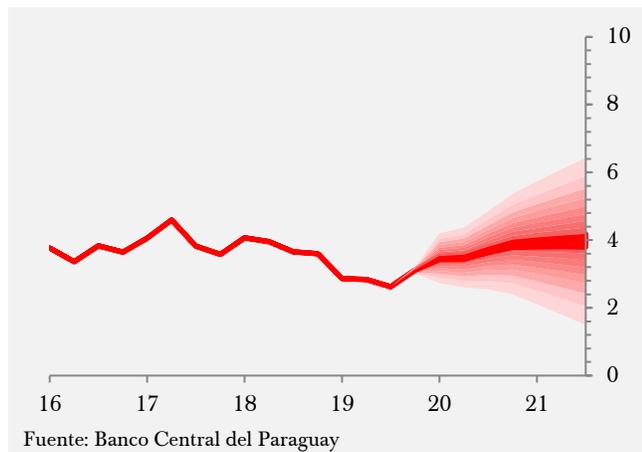
Variación interanual, porcentaje



Si bien los indicadores de corto plazo han mostrado mejores resultados en los últimos meses, el débil desempeño del primer semestre condicionó, en gran parte, la expansión prevista anteriormente. Por el lado de la oferta, el ajuste más importante se verificó en el sector secundario (electricidad y agua, construcciones y manufacturas). En el sector primario, se estimó una mayor caída de la agricultura, aunque fue compensada, en parte, por un pronóstico de menor retracción de la ganadería y del subsector forestal, pesca y minería. En el sector terciario, el ajuste a la baja se registró en comercio y otros servicios (tabla IV.2). Por el enfoque del gasto, el recorte se explicó fundamentalmente por la demanda interna (inversión y consumo privado), cuya tasa de crecimiento se corrigió a la baja, mientras que las exportaciones netas tendrían una incidencia negativa mayor a la prevista en el informe anterior (tabla IV.3).

Con relación a la inflación total, el escenario base de proyección de la misma contempla una reducción de 3,7% a 3,2%, mientras que el pronóstico de la inflación subyacente ha disminuido de 3,6% a 3,1% (tabla IV.4). Estos cambios se explican fundamentalmente por una brecha (negativa) del producto doméstico que se ha mantenido abierta en una magnitud mayor a la prevista en el informe anterior. Además, los datos observados de inflación se han ubicado por debajo de los pronósticos para el tercer trimestre. Si bien, el aumento del tipo de cambio en el periodo reciente, observado también en la región, ha atenuado en cierta medida la corrección a la baja de las proyecciones de inflación, prevalecen los efectos de las holguras de capacidad, por lo que las perspectivas de presiones inflacionarias en el mediano plazo se han acotado. Bajo este contexto, las decisiones de flexibilización de la política monetaria de los últimos meses garantizan la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. Dado el escenario más probable para la evolución de las variables macroeconómicas internas y externas relevantes para la dinámica de los precios locales, la inflación aumentará gradualmente en los próximos meses, ubicándose en torno al 4% a mediados del 2020, nivel en el que se mantendrá hasta el horizonte relevante de política monetaria, en esta ocasión, el tercer trimestre del 2021 (gráficos IV.1 y IV.2).

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



Escenarios de Riesgo

En el ámbito internacional, los pronósticos de crecimiento de la economía global han seguido recortándose en los últimos meses, ubicándose actualmente entre las tasas más bajas de la última década. Estos ajustes se explican, en gran medida, por los efectos de la prolongada incertidumbre ligada a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que además de influir negativamente en el comercio internacional, han socavado la confianza de consumidores e inversionistas alrededor del mundo. Además, se han sumado las tensiones geopolíticas y factores propios de cada país que contribuyeron también a frenar las perspectivas de crecimiento. En los últimos días ha habido avances sobre un posible acuerdo entre Estados Unidos y China, sin embargo, es prematuro adelantar el desenlace del mismo, teniendo en cuenta la experiencia reciente. Por otro lado, la política monetaria más acomodaticia de los principales bancos centrales del mundo ha amortiguado, en parte, la ralentización de la actividad económica. A pesar de ello, las proyecciones de crecimiento mundial aún permanecen con un sesgo a la baja. Un recorte adicional de los pronósticos dependerá críticamente de la resolución o no del conflicto comercial entre Estados Unidos y China y de la evolución de las tensiones geopolíticas.

Por un lado, si la complejidad de la situación económica global se mantiene en los próximos meses implicaría necesariamente un menor impulso de la demanda externa para los países exportadores de materias primas. En el caso de Paraguay, los efectos directos podrían derivarse de los menores precios de *commodities* que pueden resultar de una mayor ralentización de la economía global y particularmente de una profundización de la desaceleración de la economía china. Adicionalmente, podrían observarse algunos efectos indirectos, en la medida que este panorama más complicado afecte a los principales socios comerciales de Paraguay. Por otro lado, un elemento que puede contribuir favorablemente a la actividad económica es la orientación más laxa de la política monetaria, específicamente de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esta postura propiciaría un contexto de condiciones financieras más holgadas para el financiamiento externo, como así también podría

implicar menores presiones de debilitamiento de las monedas de los países emergentes frente al dólar, siempre y cuando, la incertidumbre global no signifique un giro en la actitud frente al riesgo hacia los países emergentes.

En Argentina, el panorama económico se ha vuelto mucho más complejo respecto a lo previsto en el informe de junio. Inmediatamente luego de conocerse los resultados de las elecciones primarias, la reacción de los mercados fue significativa, con un incremento sustancial de la prima de riesgo país, una caída del mercado accionario y una fuerte depreciación del tipo de cambio. Este abrupto cambio en el escenario macroeconómico no se ha podido revertir en el periodo reciente, y las perspectivas tampoco son alentadoras, teniendo en cuenta los riesgos en torno a la continuidad de las políticas de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que el gobierno actual ha venido implementando en el marco del acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI). La depreciación importante del peso argentino se ha traducido nuevamente en un mayor diferencial de precios en las zonas fronterizas con respecto a los precios en Paraguay. No obstante, a medida que esta depreciación del peso argentino se traslade a la inflación de Argentina, el diferencial debería ir disminuyendo en los próximos meses.

En Brasil, tras el magro resultado económico del primer trimestre, se registró un repunte moderado de la actividad económica en el segundo y en un entorno de presiones inflacionarias acotadas. No obstante, las proyecciones de crecimiento para el 2019 se han mantenido en niveles bajos, considerando las tasas previstas a inicios de año. En este escenario, el Banco Central de Brasil ha adoptado un perfil más acomodaticio de la política monetaria. Además de estas condiciones monetarias más distendidas, la reciente aprobación de la reforma del sistema previsional por parte de la cámara de senadores genera un escenario más favorable para apuntalar el crecimiento de mediano plazo, dada la mayor confianza del mercado respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas. En cuanto a Paraguay, este panorama más alentador podría contribuir a un mayor impulso de las exportaciones a dicho país, particularmente de las reexportaciones.

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: Principales cambios en el escenario macroeconómico doméstico

Introducción

En el IPoM de diciembre de 2018, la proyección de crecimiento del PIB para el 2019 fue 4%, cifra que ha sido corregida a la baja durante el 2019, primeramente, a 3,2% en abril, luego a 1,5% en julio y finalmente a 0,2% en octubre.

La corrección se debió en gran medida al impacto de algunos choques de oferta, como así también al menor impulso externo. Este escenario más complejo ha derivado también en una menor dinámica de la demanda interna y de las exportaciones netas.

Coherente con el menor nivel de actividad y del gasto interno, la inflación y sus perspectivas se han ubicado por debajo de lo esperado. En este contexto, el BCP redujo la TPM en 125 puntos básicos en el 2019, de 5,25% a 4,0% al mes de octubre.

En este apartado, el objetivo es explicar con mayor detalle los cambios que se han dado en el escenario macroeconómico durante el 2019 y las implicancias que han tenido para las proyecciones del crecimiento y de la inflación.

Cambios en el escenario macroeconómico

Los choques de oferta han sido uno de los principales factores detrás del recorte del pronóstico de crecimiento de 2019.

En primer lugar, la sequía terminó afectando notoriamente a la producción agrícola, particularmente a la de la soja. Conforme avanzaba la campaña agrícola, las cifras oficiales de producción por parte del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) daban cuenta de un efecto de la sequía mayor a lo inicialmente esperado. Así, de un nivel de producción similar a la campaña anterior a comienzos del 2019, la caída se fue ampliando a un 13% en abril, 20% en julio, para quedar en un 22,9% en el mes de agosto (gráfico I). Dados estos resultados, el BCP

también procedió a internalizar estas cifras, y la de los demás cultivos agrícolas, en sus proyecciones del PIB⁴

Gráfico I
Producción de soja
Variación anual (%)



De esta manera, la estimación inicial de crecimiento de la agricultura (0,5% en diciembre de 2018) se revisó a la baja, a -3,0% en abril, a -4,0% en la revisión de julio y a -6,2% en octubre (tabla I).

En segundo lugar, a mediados del segundo trimestre, el shock negativo tuvo que ver con las inundaciones que impactaron fundamentalmente a la ganadería y a las construcciones, cuyas tasas previstas de crecimiento también tuvieron que ser recortadas.

La producción de electricidad ha mostrado un magro desempeño, también afectado por el clima. En este caso, una sequía en la zona de la cuenca del río Paraná (lado brasileño) redujo el caudal hídrico, lo que implicó una menor generación de electricidad de las binacionales. En este sector, el choque ha sido significativo, con una caída interanual promedio en torno al 16% en los primeros ocho meses del año. Esta tasa es relativamente elevada, teniendo en cuenta que en los años anteriores (2017 y 2018) la producción de electricidad no había crecido, y ante ello se esperaba una recuperación en el 2019 (gráfico II). De esta manera, el pronóstico de crecimiento del sector electricidad y agua fue ajustado sustancialmente de

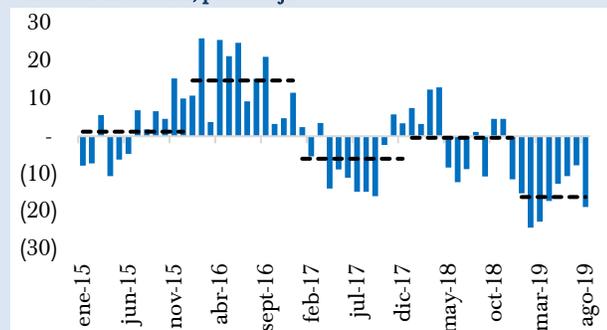
⁴ Dada la importancia de la soja en la estructura productiva agrícola y el hecho de que su ciclo productivo inicia y culmina en años diferentes, el cálculo del Valor Bruto de Producción (VBP) de este producto se realiza siguiendo la metodología de los trabajos en curso. Es decir, la producción no se contabiliza sólo en el periodo de cosecha, sino que se registran de manera continua a partir de la siembra.

2,5% en diciembre de 2018, a -1,4% en abril, luego a -4,2% en julio y finalmente a -8,0% en este informe.

Gráfico II

Producción de energía eléctrica

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Entidades Binacionales

El frágil desempeño del sector primario y de las construcciones también han afectado a algunas ramas de la manufactura. Por una parte, una menor producción de soja significó a su vez menos materia prima para la elaboración de aceite y harina de soja. Además de la caída del volumen de producción, la disminución de los precios internacionales profundizó la contracción de los ingresos de exportación del complejo sojero (semillas, aceite y harina). Al mes de setiembre, las exportaciones del complejo sojero, en valores, se redujeron 25% (772 millones de dólares menos), mientras que en volumen la retracción se situó en 12,6%, lo cual refleja un importante efecto de la caída de precios.

Por otra parte, la retracción en el sector de las construcciones terminó influyendo en el desempeño de la industria que produce los insumos, tales como varillas, cemento, cerámicas, entre otros.

Asimismo, el sector cárnico fue afectado por la caída de la producción ganadera, además de otros factores. La depreciación importante de las monedas de los países vecinos implicó una pérdida de competitividad de la carne vacuna paraguaya en ciertos mercados, a lo que se sumaron las sanciones de Rusia a algunos frigoríficos y el incendio de uno de ellos en el mes de abril. Al mes de setiembre de 2019, la exportación de carne (en valores) registró una caída cercana al 15% (142 millones de dólares menos), mientras que en volumen verificó una reducción de 9,0%.

En el sector terciario, si bien se prevé una tasa positiva de crecimiento, también se ha corregido a la baja. Los subsectores de comercio y transporte son los que más se han debilitado. El primero de ellos fue afectado, en parte, por la menor dinámica del consumo y por la caída del comercio en las zonas fronterizas (menores compras de turismo), mientras que el segundo fue afectado por la menor producción agrícola, que requirió menores niveles de servicios de transporte.

Tabla I

Revisiones del crecimiento del PIB 2019 (Oferta)

Porcentaje

Sectores	IPoM Dic. 18	IPoM Mar. 19	IPoM Jun. 19	IPoM Set. 19
Agricultura	0,5	-3,0	-4,0	-6,2
Ganadería	1,0	2,0	-1,3	-0,5
Manufactura	4,4	3,5	-0,1	-1,0
Construcción	3,5	5,0	3,1	0,5
Electric. y Agua	2,5	-1,4	-4,2	-8,0
Gobierno General	2,5	5,0	6,5	6,5
Comercio	4,5	2,4	-2,2	-2,4
Otros Servicios	5,5	5,2	5,4	4,5
PIB	4,0	3,2	1,5	0,2
PIB s/agro y bin.	4,5	4,3	2,5	1,6

Fuente: BCP

Por el enfoque del gasto, los recortes en las proyecciones de crecimiento del PIB se explicaron principalmente por la demanda interna, y en menor medida, por las exportaciones netas.

Por un lado, el pronóstico de la inversión se redujo significativamente de 5,5% en diciembre de 2018 a -1,5% en la última estimación de octubre, debido al menor dinamismo de las construcciones y de las importaciones de bienes de capital.

Por otro lado, las perspectivas para el consumo privado se fueron moderando, particularmente por la caída del consumo de bienes durables, la cual fue compensada por las variaciones positivas del consumo de bienes no durables y de los servicios. Entre diciembre de 2018 y octubre de 2019, la tasa de variación prevista se redujo de 4,1% a 0,8%.

En cuanto a las exportaciones, la expansión prevista en el IPoM de diciembre 2018 (4%) se revirtió posteriormente, ubicándose actualmente en -5,1%, como resultado de los menores envíos de granos y harina de soja, carne y electricidad. Como se ha señalado anteriormente, estos rubros han sido afectados principalmente por factores de oferta.

Por su parte, el crecimiento esperado de las importaciones también se ha recortado significativamente (de 4,5% a -3,4%), debido a las menores adquisiciones de bienes de consumo, intermedios y de capital, comportamiento que es consistente con la moderación del consumo y la caída de las inversiones.

Tabla II
Revisiones del crecimiento del PIB 2019 (demanda)
Porcentaje

Tipo de Gastos	IPoM Dic. 18	IPoM Mar. 19	IPoM Jun. 19	IPoM Set. 19
Demanda Interna	4,2	3,4	1,9	0,9
Consumo Privado	4,1	3,1	1,4	0,8
Consumo Público	2,0	5,0	6,5	6,5
Inversión (FBK)	5,5	3,5	1,0	-1,5
Exportaciones	4,0	1,5	-4,7	-5,1
Importaciones	4,5	2,0	-3,9	-3,4
PIB total	4,0	3,2	1,5	0,2

Fuente: BCP

Adicional a los choques de oferta, el deterioro del contexto externo contribuyó a amplificar los efectos negativos derivados de las condiciones climáticas adversas. A nivel global, las perspectivas de crecimiento se han recortado en medio de una creciente incertidumbre derivada de las tensiones comerciales, tecnológicas y geopolíticas. En este escenario, los precios de los *commodities* más relevantes en las exportaciones de Paraguay se han reducido con relación al 2018. Por su parte, en la región, particularmente en Argentina, el escenario económico se ha vuelto aún más complejo en el 2019, mientras que, en Brasil, las perspectivas de crecimiento se han recortado notoriamente en el transcurso del año. En lo que respecta a Paraguay, el efecto del débil desempeño de las economías vecinas se ha observado principalmente en el comercio fronterizo y

sectores ligados al turismo (más detalles en el recuadro II).

Pronósticos de inflación y reacción de la política monetaria

En setiembre y diciembre del 2018, los pronósticos del escenario base indicaban que la inflación se ubicaría en torno a la meta hacia el tercer trimestre del 2019 (gráfico III y gráfico IV). Además, en el plano internacional, las expectativas apuntaban a la continuidad del proceso de suba de tasas de la Fed en el 2019, contexto que ameritaba un cierto grado de cautela en cualquier decisión de política monetaria. De hecho, en el segundo semestre del 2018, casi ningún banco central de la región redujo su tasa de política monetaria e inclusive uno de ellos la subió (Chile). Dado este escenario, y el hecho de que la posición de la política monetaria del BCP era expansiva, los miembros del CEOMA consideraron prudente mantener la tasa referencial en aquel momento.

Gráfico III
Inflación total
Tasa anual, porcentaje

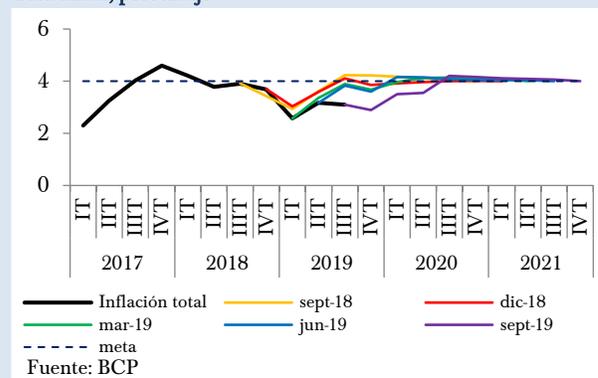
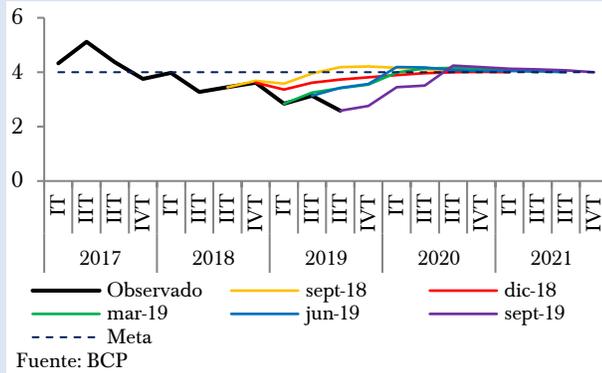


Gráfico IV

Inflación de bienes libres sin frutas y verduras

Tasa anual, porcentaje



Sin embargo, durante el 2019, las proyecciones de inflación señalaban una convergencia más lenta a la meta, especialmente por un nivel de producto efectivo menor a lo pronosticado. Al mismo tiempo, los riesgos que podrían derivarse del entorno internacional se habían moderado luego del cambio en la orientación de la política monetaria de la Fed. Desde comienzos de año, las expectativas de una suba de tasas se fueron disipando paulatinamente, previéndose un año sin ajustes. Posteriormente, el discurso fue cambiando aún más, considerando ya una reducción de la tasa de la Fed, que finalmente se concretó en los meses de julio y setiembre.

En ese contexto, el CEOMA consideró apropiado reducir la TPM en 50 puntos básicos entre febrero y marzo, y que posteriormente continuó en los meses de julio, agosto y setiembre, completando una reducción de 125 puntos básicos en el año. El Comité resaltó que la ampliación del estímulo monetario durante los últimos meses era necesaria para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria.

Recuadro II: Evolución del escenario externo relevante para Paraguay en el 2019

Introducción

En el 2019, la economía paraguaya fue afectada severamente por choques de oferta (climáticos) y por el deterioro del contexto externo que contribuyó, en parte, a amplificar los efectos negativos.

A nivel global, las perspectivas de crecimiento se han recortado en medio de una creciente incertidumbre derivada de las tensiones comerciales, tecnológicas y geopolíticas. En este escenario, los precios de los *commodities* más relevantes en las exportaciones de Paraguay se han reducido con relación al 2018.

Por su parte, en la región, particularmente en Argentina, el escenario económico se ha vuelto aún más complejo en el 2019, mientras que, en Brasil, las perspectivas de crecimiento se han reducido notoriamente en el transcurso del año.

Cambios en el escenario global

El dinamismo de la economía global se ha desacelerado en el año, y esto se ha reflejado en las sucesivas correcciones a la baja de las perspectivas de crecimiento para 2019. Actualmente, el pronóstico de expansión de la economía mundial está en un 3%⁵, la tasa más baja desde el 2009. Esta proyección representa una disminución de 0,7 puntos porcentuales, frente a la tasa estimada en octubre de 2018 (gráfico I). Se ha observado una menor producción industrial y menos pedidos a nivel mundial, así como una disminución en el comercio exterior global. Las tensiones comerciales, tecnológicas y geopolíticas explican en gran medida estos resultados afectando a su vez a los mercados financieros y a los precios de *commodities*.

La guerra comercial entre China y Estados Unidos ha consistido en sucesivas imposiciones de tarifas a la importación de determinados productos procedentes de ambos países. Luego de un periodo de tregua, en mayo de 2019 Estados Unidos subió sus aranceles del 10% al 25%

sobre USD 200 mil millones de importaciones chinas. China respondió con la suba de aranceles en igual porcentaje, aplicados a un valor de USD 60 mil millones de importaciones provenientes de Estados Unidos. En junio se apaciguaron las tensiones tras conversaciones en una reunión del G-20 con acuerdos sobre nuevas compras desde China y menos barreras desde Estados Unidos. En agosto, al no ver avances concretos, el presidente estadounidense anunció la implementación de nuevos aranceles del 10% a un valor de USD 300 mil millones de importaciones de China, adicionales a los USD 250 mil millones ya tarifados desde el 2018. Ante esto, China canceló un pacto de compra de productos agrícolas a la economía americana. A inicios de octubre, se retomaron las conversaciones dando lugar a una nueva tregua, donde Estados Unidos prometió pausar las nuevas subas de tarifas mientras que China anunció que comprará el doble de productos agrícolas acordado previamente.

Gráfico I

Crecimiento del PIB mundial

Porcentaje



Un análisis del FMI⁶ sobre las implicancias de la guerra comercial estima que el punto mínimo de la actividad mundial se daría en el 2020 con un PIB mundial que se ubicaría aproximadamente 0,8% por debajo del nivel del escenario de control (sin aranceles). En el corto plazo, el Producto Interno Bruto (PIB) de China se situaría 2% por debajo del escenario base y en el largo plazo 1%, mientras que para Estados Unidos se estima un producto inferior

⁵ Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Global. Octubre 2019.

⁶ Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Global. Octubre 2019. Recuadro de escenario 1.2.

en 0,6% en ambos horizontes. Prevé que el aumento de los costos en las importaciones genere un efecto riqueza y uno de sustitución de los países de orígenes de determinadas importaciones. Esto implicaría cambios en la productividad de los factores, mermando la producción y afectaría a la confianza de los inversores, con lo cual se acentuaría el impacto negativo.

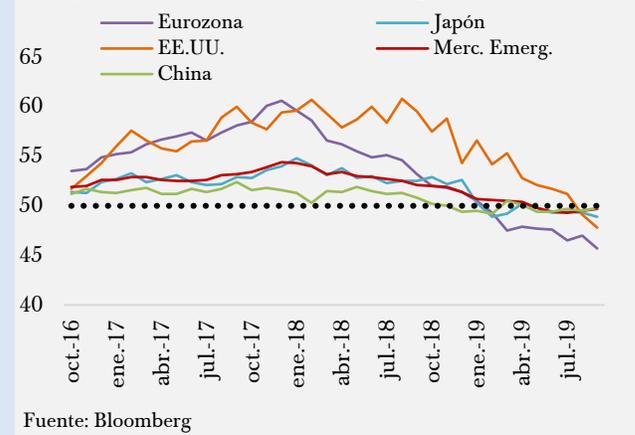
La desaceleración en el crecimiento mundial también se vio explicada por la incertidumbre geopolítica en Europa respecto a la salida del Reino Unido de la Unión Europea, denominado comúnmente *Brexit*, que podría efectivizarse sin un acuerdo. Ello implica un *Brexit* sin un pacto explícito en torno a la continuidad de ciertas políticas de cooperación pactadas en el marco de la Unión Europea. Esta incertidumbre ha debilitado la demanda y la inversión del Reino Unido con lo cual se ha contraído el PIB del segundo trimestre de 2019 en dicho país. Según Fitch⁷, en un escenario con acuerdo, el PIB del Reino Unido crecería 1,1%, mientras que, el caso de un *Brexit* sin acuerdo, estima una caída mayor al 3% en dos años, en relación al escenario base, asumiendo que la recesión fuese similar a la de inicios de los años 90.

En cuanto a la producción industrial global, en 2019 el indicador de actividad manufacturera medido por el PMI muestra que la mayoría de las economías se encuentra en zona contractiva conforme a un reporte del IHS Markit⁸. China es uno de los países que hace frente a una menor producción industrial, consistente con la menor demanda externa que enfrenta (gráfico II). El indicador para la Eurozona también se ubicó en zona contractiva desde febrero de 2019. Alemania es el país que ha exhibido la mayor caída en la producción manufacturera debido, en gran parte, a un proceso de adecuación de la industria automovilística a nuevos estándares de control de emisiones vehiculares, afectando a los indicadores de la Eurozona. Asimismo, Italia ha registrado una caída importante en la producción de automóviles.

Gráfico II

PMI manufacturero

Índice (menor a 50 indica zona de contracción)

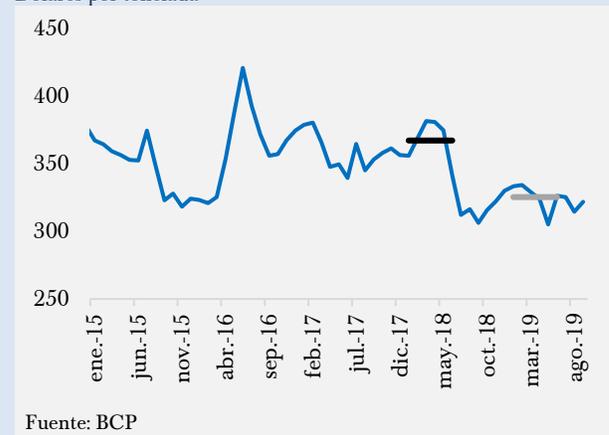


En este contexto internacional más complicado, los precios de los *commodities* se han reducido respecto a los niveles observados en el 2018. Particularmente, en el caso de la soja, uno de los productos de mayor peso en las exportaciones de Paraguay, el precio se redujo de un promedio de USD 367 por tonelada en el primer semestre del 2018 a un promedio de USD 326 por tonelada en la primera mitad del 2019, una caída cercana al 11% (gráfico III). Además del menor volumen exportado (por la caída de la producción), también la reducción de precios contribuyó a la disminución de los ingresos por exportación en el 2019.

Gráfico III

Precio de soja

Dólares por tonelada



⁷ Fitch Ratings, Setiembre 6, 2019.

⁸ Global PMI, IHS Markit, August 8th, 2019.

Mercados financieros

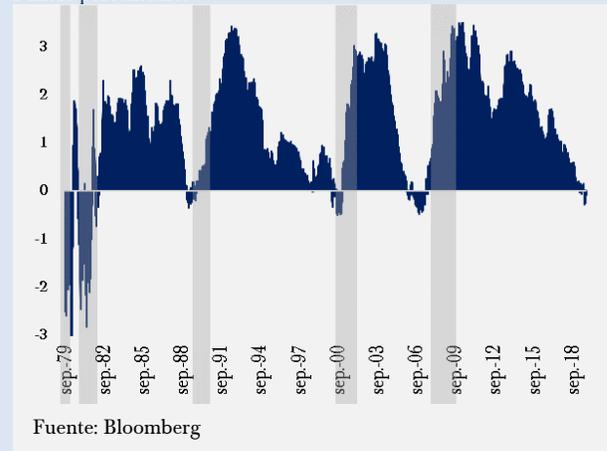
A principios de año, los mercados financieros habían mostrado un repunte, sin embargo, este se detuvo con la intensificación de la guerra comercial durante el año. Se observaron ventas masivas en los mercados de acciones, aumentos en los diferenciales de los bonos soberanos de los mercados emergentes y una reducción de los flujos de cartera a estas economías. Ello se tradujo en una reducción de confianza de los inversores y un menor apetito por el riesgo. Indicadores como el índice de apetito de riesgo de inversores del *Credit Suisse* mostraron una desaceleración durante el 2019.

Particularmente, en Estados Unidos se ha dado una caída en los rendimientos de los bonos soberanos y actualmente se está observando una inversión de la curva de rendimientos. En los últimos 50 años, coincidentemente, antes de un periodo de recesión se ha observado una inversión en la curva de rendimientos de los bonos del tesoro americano. Esto es, un fenómeno en el que el diferencial de las tasas de interés de largo y corto plazo de los bonos del tesoro americano se vuelve negativo. En el gráfico IV se puede observar las reversiones en los periodos pre-crisis con la serie del diferencial de rendimientos entre los bonos del tesoro de Estados Unidos de 10 años (largo plazo) y los de 1 año (corto plazo). Los periodos de recesiones están indicados con una sombra gris. En el periodo reciente, se evidencia un diferencial negativo lo cual podría indicar una posterior recesión. Sin embargo, el contexto difiere al de periodos anteriores por lo cual existe divergencia en las previsiones respecto a la reciente reversión en la curva de rendimientos.

Ante este contexto, tanto economías avanzadas como emergentes han adoptado políticas monetarias más laxas a mediados del año. Las moderadas presiones inflacionarias dieron margen para utilizar la política monetaria como estímulo a las economías. Desde inicios del 2019, la Reserva Federal cambió su discurso hacia una política monetaria más acomodaticia, lo que se reflejó finalmente en la reducción del rango de tasas referenciales en julio y setiembre (gráfico V). Otras economías que pasaron a una posición más acomodaticia incluyen a la Unión Europea, China, Australia, Brasil, India, entre otros. No obstante, se debe tener en cuenta

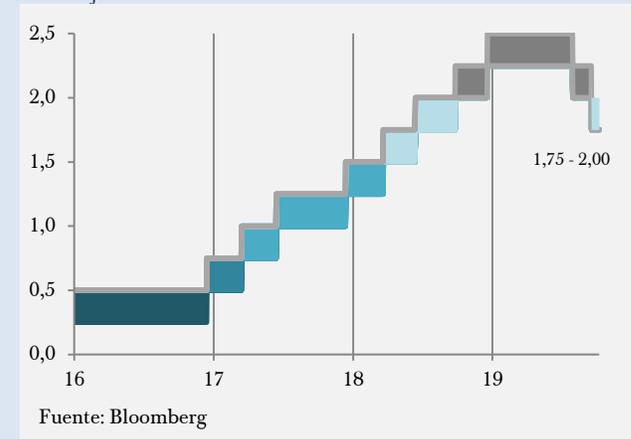
que la relajación de las condiciones financieras puede provocar nuevas vulnerabilidades en los mercados financieros por lo cual se deben adoptar medidas macro prudenciales a la par.

Gráfico IV
Diferencia entre rendimiento de Bonos EE.UU. (bonos de 10 años y de 1 año)
Puntos porcentuales



Fuente: Bloomberg

Gráfico V
Tasas de fondos de la Reserva Federal
Porcentaje



Fuente: Bloomberg

Contexto regional

En un entorno internacional más complicado, la economía de América Latina también ha perdido fuerza en el presente año. Según la última estimación del FMI, el crecimiento previsto para el 2019 es sólo de 0,2%, una tasa significativamente inferior a la pronosticada en octubre del 2018 (2,2%). El ajuste a la baja para el corriente año se debe principalmente a los cambios en las proyecciones de Brasil, México, Argentina, Chile y Venezuela.

En Brasil, se produjo una revisión a la baja en el crecimiento estimado para el año 2019 pasando de 2,4% en octubre del año pasado a 0,9% en las últimas estimaciones del FMI (gráfico VI). Estos ajustes se explican por las cifras recientes de la actividad económica mensual y la incertidumbre en torno a la aprobación de políticas estructurales del gobierno. Es importante señalar que actualmente ya fue aprobada la reforma del sistema previsional, aunque permanece el desafío de las privatizaciones de las empresas del sector público. Sobre este último punto, una encuesta realizada por Datafolha demostró que el 67% de los participantes está en contra de las privatizaciones de empresas públicas y el 65% en contra de la privatización de Petrobras.

En cuanto a la expectativa sobre la situación económica, los brasileños se han mostrado más pesimistas en julio de 2019 (32% opinaba que va a empeorar) con relación a abril de 2019 (29% opinaba que va a empeorar) y de diciembre de 2018 (24% opinaba que va a empeorar). Por otro lado, el último dato al mes de setiembre, señala que el Índice Nacional de Expectativa del Consumidor (INEC) se ubicó en 47,3, similar al 47 registrado en junio, pero por debajo del 48,4 registrado en abril y del 49,8 de diciembre de 2018. El Índice de Confianza del Empresario Industrial (ICEI) registró un incremento en los últimos meses respecto a abril, ubicándose en agosto en 59,4.

En Argentina, luego de una caída del 2,5% en el 2018, los agentes económicos de dicho país esperan nuevamente una contracción, tanto para el 2019 como para el 2020, conforme a la encuesta de Relevamiento de Expectativas del Mercado del Banco Central de la República de Argentina. En el gráfico VII se puede observar los cambios sucesivos en las expectativas de crecimiento para

el 2019 y 2020. Además, se observa una mayor caída en agosto de 2019, consistente con los sucesos acontecidos luego de las elecciones primarias. Tras el triunfo de la dupla Fernández, el peso sufrió una depreciación significativa pasando en unas horas de 46 a 57 pesos por dólar estadounidense. Esto repercutió a su vez en los precios de alimentos, y los supermercados anunciaron la suba de precios en ciertos productos. Las expectativas de inflación para el 2019 pasaron de 40% en julio a 55% interanual en agosto, mientras que para el 2020 pasaron de 28% a 38% (gráfico VIII). El riesgo país, medido por el indicador de JP Morgan, incrementó notablemente hasta alcanzar picos históricos. Con ello existe una percepción de un riesgo de impago de la deuda argentina.

Gráfico VI
Crecimiento del PIB de Brasil
Porcentaje

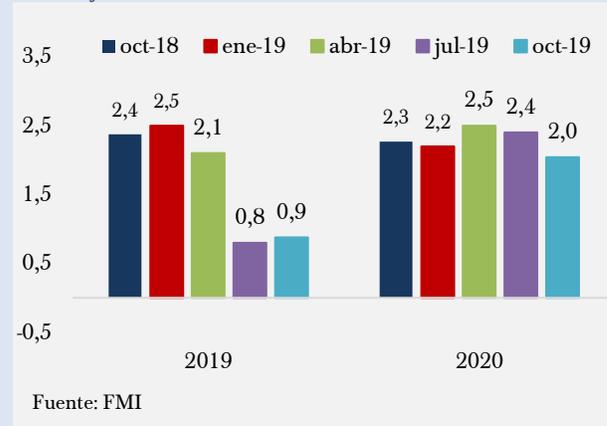


Gráfico VII
Expectativas de crecimiento del PIB de Argentina
Porcentaje

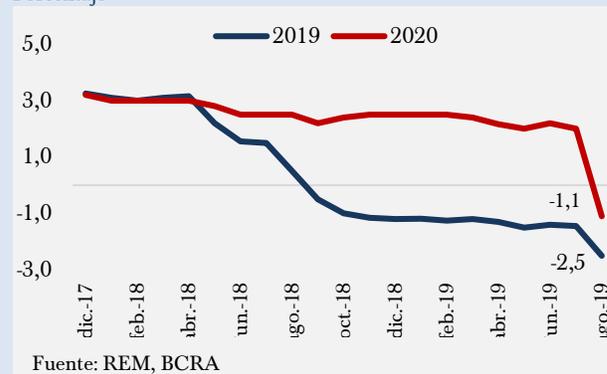
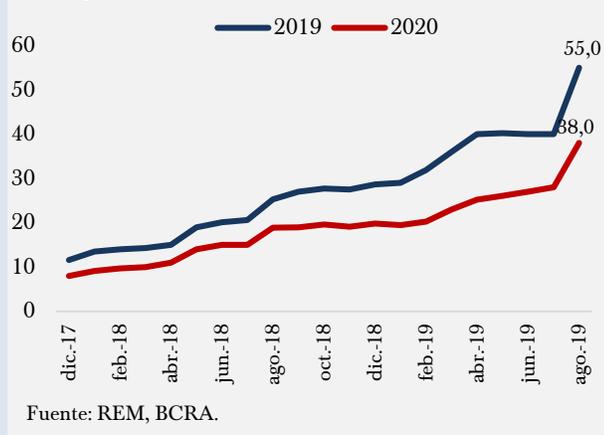


Gráfico VIII
Expectativas de inflación de Argentina
Porcentaje

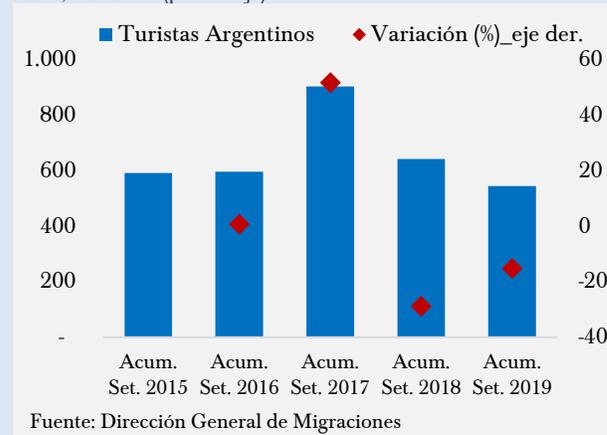


Ante este cambio abrupto en el escenario económico, el gobierno implementó medidas para atenuar la inflación y contener la depreciación. Una medida consistió en la eliminación del IVA para los principales alimentos de la canasta básica, incluyendo aceite, arroz, azúcar, harina, huevos, leche, pan, yerba y yogur, entre otros. Además, se decidió mantener los precios de los combustibles constantes por tres meses. Posteriormente se redujeron y congelaron los precios de las tarifas del servicio de internet mayorista. Otra medida consistió en la intervención en el mercado cambiario de manera a limitar las compras y transferencias del dólar americano a USD 10.000 al mes y la prohibición a las empresas de ahorrar en dólares, es decir los ingresos en dicha moneda deben ser liquidados en el mercado cambiario local dentro de los cinco días hábiles de haberse percibido. De esta manera, el tipo de cambio informal volvió a presentar diferencias respecto al tipo de cambio formal.

En lo que respecta a Paraguay, las exportaciones a Argentina se reducen prácticamente a dos productos (soja y electricidad) que no están estrechamente vinculados a la evolución de la economía argentina. Sin embargo, el efecto más notorio y más rápido de un cambio en las condiciones económicas de argentina se observa generalmente en el número de turistas argentinos, que incide principalmente en el desempeño del comercio en las zonas fronterizas (Asunción y Encarnación), como así también en el dinamismo de los sectores vinculados al turismo (hoteles, restaurantes, etc.). Sobre el punto, a

setiembre 2019, se registró una caída acumulada de 15% en la entrada de turistas argentinos, cifra que es significativa teniendo en cuenta que en el 2018 ya se había contraído en torno al 29%.

Gráfico IX
Entrada de turistas argentinos
Miles, Variación (porcentaje)



Por otro lado, la depreciación significativa del peso argentino a partir del mes de agosto significó nuevamente una mayor brecha de precios en las zonas fronterizas, que podría seguir dificultando la entrada de turistas (gráfico X).

Otro efecto negativo fue la caída de las remesas desde dicho país, que en el primer semestre se ubicó en USD 39 millones, una caída acumulada en torno al 41%.

Gráfico X
Diferencial de precios entre Clorinda y Paraguay
Porcentaje



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 2019



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay