

Resumen Ejecutivo

En el contexto internacional, la actividad económica mundial apunta hacia un escenario de menor dinamismo. Con respecto a los países desarrollados, en Estados Unidos se prevé una recuperación más lenta a la indicada en el informe anterior. Igualmente, en la Eurozona las proyecciones de crecimiento se han corregido levemente a la baja. Entre los países emergentes, China continúa con su desaceleración, mientras que en Brasil los reportes de perspectivas de crecimiento se han ajustado aún más a la baja en los últimos meses. A partir de lo último, las tasas de crecimiento para los socios comerciales y socios de Paraguay han sido revisadas a la baja.

En Estados Unidos, el crecimiento del cuarto trimestre del 2015 se ha ido revisando al alza, aunque continúa ubicándose por debajo de lo registrado en el tercer cuarto. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantiene en zona contractiva, a pesar de haber mostrado un mayor nivel en febrero. En el mercado laboral, se sigue observando un panorama positivo, manteniéndose la tasa de desempleo a su nivel más bajo desde el 2007, a la par del continuo aumento de las nóminas no agrícolas.

Con relación a la Eurozona, la actividad económica mantiene el ritmo moderado de expansión, registrando en el cuarto trimestre una tasa similar a la del trimestre anterior. El sector manufacturero, si bien continúa en zona expansiva, el nivel del PMI en marzo se ubicó por debajo de lo señalado en el IPoM de diciembre. Por su parte, la tasa de desempleo continúa descendiendo, aunque se mantiene en un nivel por encima respecto del promedio histórico. En la reunión de marzo, el Banco Central Europeo (ECB) volvió a dar un impulso monetario a la economía con la reducción de las principales tasas de interés y la expansión de su programa de compras de activos.

En China, continúa la desaceleración de la actividad económica, cerrando el 2015 con la tasa más baja en 25 años. Por su parte, el sector manufacturero registró una mayor contracción en febrero, explicada, entre otros, por un mayor deterioro en la producción y en las nuevas órdenes. A partir del crecimiento menor a la meta del gobierno, el Congreso aprobó un plan quinquenal, con el objetivo de alcanzar un crecimiento de 6,5-7,0% anual hasta el 2020.

En la región, Brasil sigue mostrando un deterioro en sus principales indicadores de actividad. Así, el Producto Interno Bruto mostró nuevamente una contracción en el último trimestre del 2015. Igualmente, en febrero, el PMI manufacturero registró un nivel muy por debajo a lo observado en el mes previo. Este último resultado se explicó por un acelerado ritmo de contracción en la producción, así como también a una importante caída en el empleo. En cuanto a los precios, se mantiene la elevada inflación, aunque con una leve desaceleración en el margen. El Banco Central del Brasil (BCB) decidió en la última reunión mantener la tasa de política monetaria. Por su parte, en Argentina se observó una desaceleración en su ritmo de expansión para el último trimestre del 2015, mostrando para el año una moderada tasa de crecimiento. Por otro lado, de acuerdo al Índice de Precios al Consumidor de la ciudad de Gran Buenos Aires (IPCGBA), la inflación de febrero estuvo muy por encima de la registrada al final del 2015, mientras que las expectativas privadas de inflación para el cierre del 2016 se incrementaron en marzo.

En el contexto doméstico, la actividad económica se moderó en el transcurso del 2015, principalmente en el segundo semestre, afectada en gran medida por el entorno internacional y regional más debilitado. Así, en el cuarto trimestre, el PIB registró un crecimiento de 1,1%, menor al de los trimestres previos, explicado por el menor dinamismo observado en los sectores terciario y secundario. Por el lado del gasto, este resultado se debió a la desaceleración del crecimiento del consumo (privado y público) y a la caída de las inversiones. Por su parte, la demanda externa neta mostró un mejor desempeño en el periodo de referencia. Con este resultado, el PIB acumuló un crecimiento de 3% en el 2015.

Respecto de la inflación, la misma se ha incrementado desde el último IPoM, explicada principalmente por aumentos de precios en algunos productos alimenticios y en los servicios relacionados a la educación. Por su parte, la reciente

apreciación del guaraní influyó en la disminución de los precios de los bienes duraderos, como así también la reducción de la cotización del petróleo permitió la disminución de precios de los combustibles en el mercado doméstico. En el primer trimestre del 2016, el promedio de la inflación interanual se ubicó en 5%, superior al 3,1% registrado en el cuarto trimestre del año anterior.

Por otro lado, las distintas medidas de tendencia de la inflación continuaron mostrando una trayectoria al alza, iniciada a mediados del 2015. La inflación núcleo interanual promedio se situó en 4,2% en el primer cuarto del 2016, superior al 3,5% registrado en el último trimestre. En este contexto, el CEOMA consideró prudente adoptar un perfil menos expansivo, incrementando la tasa de política monetaria (TPM) en 25pb en la reunión de enero, ubicándola en 6% anual, con el fin de evitar un deterioro de las expectativas de inflación y garantizar su convergencia a la meta de 4,5% anual en el horizonte de política. En las reuniones de febrero y marzo, el Comité decidió que no era necesario realizar ajustes adicionales, por lo que mantuvo la TPM en 6% anual, teniendo en cuenta el entorno internacional y regional más complejo al previsto anteriormente y sus potenciales efectos sobre la economía local.

En el escenario base, la previsión de crecimiento para el 2016 se ubica en 3,0%, levemente por debajo de lo señalado en el IPoM de diciembre. Esta corrección se explica fundamentalmente por un ajuste a la baja en las principales actividades de los sectores terciario (comercio) y secundario (manufactura), mientras que el crecimiento del sector primario fue revisado al alza debido a una mejora en las estimaciones de crecimiento de la producción agrícola.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2016(i)
Sector Primario	4,7	2,7	0,7
Agricultura	6,3	3,1	0,6
Ganadería	-1,3	1,5	0,1
Otros Primarios	7,3	0,8	0,0
Sector Secundario	2,0	4,2	1,0
Manufactura	1,9	1,9	0,2
Construcción	4,4	7,5	0,3
Electricidad y Agua	1,3	5,2	0,5
Sector Terciario	2,8	2,5	1,1
Gobierno General	5,5	3,6	0,3
Comercio	0,0	-1,8	-0,3
Comunicaciones	-0,2	3,0	0,1
Otros Servicios ¹	4,7	5,7	0,9
Impuestos	1,2	3,0	0,2
PIB a precios de mercado	3,0	3,0	3,0
PIB no agrícola a precios de mercado	2,2	3,0	
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,4	2,7	

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

¹ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Por su parte, la inflación proyectada en el escenario base para diciembre 2016 se ubica en 5,2%, por encima de la señalada en el informe anterior. Esto se explica fundamentalmente por el significativo incremento de los precios de los rubros volátiles observado en enero de 2016. Por su parte, las proyecciones de la inflación subyacente se mantienen relativamente estables. En línea con la evolución prevista de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación, la trayectoria de ésta se mantendría dentro del rango de tolerancia en el 2017 con una gradual convergencia hacia la meta del 4,5% anual en el horizonte de política monetaria, en este caso el primer trimestre del 2018.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2015	2016(f)	2017(f)	2018(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,0	5,6	4,4	
Inflación IPC diciembre (**)	3,1	5,2	4,2	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,5
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,5	4,2	4,2	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,5	3,7	4,2	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,5

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre

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

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

Con respecto a los escenarios de riesgo, en el ámbito externo resalta la incertidumbre sobre los futuros ajustes de la tasa de la Reserva Federal (Fed), dado el desempeño reciente de la economía de Estados Unidos y el panorama global más incierto. Estos factores pueden generar eventualmente nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, afectando la prima por plazo y el comportamiento de las monedas de las economías emergentes. En China, persisten dudas sobre su crecimiento en el mediano plazo, por lo que una desaceleración mayor o un proceso de rebalanceo más lento influirán en los precios de los *commodities* exportados por Paraguay. En el plano regional persiste el debilitamiento económico, principalmente de Brasil, que enfrenta un complejo escenario económico, político y social y que no da señales de recuperación en el corto plazo.

Dado este panorama global más incierto, un riesgo relevante para la inflación local sigue siendo la evolución futura del tipo de cambio. En el caso que, eventualmente, surjan nuevos datos sólidos sobre el desempeño de la economía de Estados Unidos, aumentarán las expectativas de apreciación del dólar y que podrían trasladarse al mercado local. En la medida que el guaraní se debilite afectando los precios de los productos importados e influya en las expectativas de inflación, pueden registrarse incrementos en los precios de los productos de origen nacional. Sin embargo, mientras no se tengan señales claras de una recuperación robusta de la economía de Estados Unidos y se observe una mayor debilidad de la economía global, el ajuste de tasas de la Fed podría seguir postergándose. Bajo este escenario, y de continuar, por un lado, el menor ritmo de apreciación de la moneda doméstica relativo al de los socios comerciales con respecto al dólar (tal como se ha venido observando en los últimos meses), y por otro lado, las elevadas tasas de inflación de los países vecinos, podrían incrementar la inflación externa relevante para Paraguay.

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