

Resumen Ejecutivo

En el contexto internacional, los indicadores dan cuenta de que la economía global continúa con la dinámica prevista, en tanto que en la región el panorama se ha vuelto más complejo en los últimos meses. Al respecto, el crecimiento mundial estimado se corrigió al alza, impulsado por la recuperación de las economías en la Eurozona y otras economías avanzadas. En Estados Unidos, si bien las perspectivas de crecimiento se mantuvieron, la actividad económica y el mercado laboral siguieron consolidándose. Por otra parte, en la región, las proyecciones de crecimiento de Brasil y Argentina fueron revisadas a la baja respecto del informe anterior debido a que los principales indicadores de corto plazo siguieron mostrando señales de fragilidad sumado a la situación de incertidumbre política reciente en ambos países. Con relación a los niveles de precios en estos países, en general, se observó un comportamiento descendente de las principales medidas de inflación durante el segundo trimestre del año.

En Estados Unidos, se observó un crecimiento moderado del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre, aunque se espera que este comportamiento sea transitorio teniendo en cuenta la evolución favorable de los indicadores adelantados del segundo trimestre. Al respecto, los gastos de los consumidores y las empresas han aumentado, el sector manufacturero continúa mostrando un importante dinamismo y el mercado laboral sigue consolidándose, reflejado en el continuo descenso de la tasa de desempleo. Con respecto a los precios, las distintas medidas de inflación se redujeron respecto del informe anterior. En este contexto, la Reserva Federal, considerando las condiciones laborales e inflacionarias observadas y esperadas, decidió en su reunión de junio, aumentar el rango de la tasa de interés de los fondos federales.

En la Eurozona, los indicadores de actividad económica y del sector manufacturero continuaron expandiéndose en niveles por encima del esperado. El mercado laboral siguió fortaleciéndose al tiempo que el desempleo en mayo alcanzó la tasa más baja (9,3%) desde marzo del 2009. En cuanto a los precios, la inflación se mantuvo controlada en niveles inferiores a la meta, en un contexto en el cual el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variaciones las tasas de interés de referencia. Con relación a la política monetaria no convencional, el BCE redujo en abril el monto de la compra de activos y anunció mantener dicha política hasta al menos diciembre de 2017.

En cuanto a China, los indicadores de actividad siguieron evolucionando favorablemente, aunque a ritmos más modestos que en los últimos años. El crecimiento del PIB en el primer trimestre del año fue superior a lo esperado y se explicó especialmente por el aumento de la producción industrial, las ventas al por menor, el gasto fiscal y la inversión en activos fijos. En el sector manufacturero, el PMI creció por encima de lo esperado por el mercado ante una mayor demanda de productos para exportación.

En Brasil, el PIB creció durante el primer trimestre del año respecto del trimestre anterior, luego de experimentar caídas desde el año 2015, mientras que en términos interanuales el PIB se contrajo a una menor tasa. Dicho comportamiento se atribuye principalmente a las contribuciones positivas de la actividad agropecuaria por el lado de la oferta y de las exportaciones por el lado de la demanda, así como también a la menor contracción en los demás componentes del PIB. Igualmente, el indicador mensual de actividad económica reportó un crecimiento positivo en mayo y el del sector manufacturero se ubicó en zona de expansión, a diferencia del IPoM anterior en el que se encontraba en zona de contracción. A pesar de los mejores resultados respecto a los últimos años, las tensiones políticas desde mediados del segundo trimestre han afectado negativamente las perspectivas de esta economía. Con respecto a la política monetaria, la tasa de inflación se desaceleró y continuó dando espacio al Comité de Política Monetaria (Copom) para continuar con su política monetaria expansiva.

En Argentina, los indicadores de actividad económica continúan dando señales de una gradual recuperación reflejada en el crecimiento positivo del PIB en el primer trimestre del año y la evolución de los indicadores de corto plazo en el segundo trimestre. No obstante, las proyecciones de crecimiento económico fueron revisadas a la baja en un contexto de incertidumbre política en torno a los comicios electorales y a la situación de Brasil. En cuanto a los precios, la inflación mostró una trayectoria descendente, la cual se espera continúe con la implementación del esquema de metas de inflación.



En el plano local, la actividad económica siguió mostrando una importante dinámica y diversificación al cierre del primer trimestre del 2017. En este periodo, el PIB registró un crecimiento interanual de 6,6%, sustentado fundamentalmente (por el lado de la oferta) en el desempeño favorable de los sectores de servicios, industria, y construcciones, como así también en la mayor producción agrícola. Por el lado del gasto, el crecimiento fue impulsado principalmente por la demanda interna (inversiones y consumo privado) y, en menor medida, por las exportaciones netas. Conforme a los indicadores adelantados, en el segundo trimestre la actividad económica se moderaría, principalmente como resultado de algunos factores puntuales, principalmente de origen climático.

Con relación a la evolución de los precios, en el segundo trimestre se ha observado un incremento en las distintas medidas de inflación, aunque en gran parte se explicó por unos pocos productos de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Por un lado, el promedio de la inflación total aumentó de 2,3% en el primer trimestre a 3,3% entre abril y junio, debido principalmente a la mayor variación interanual de los precios de algunos alimentos (carnes, productos lácteos, azúcar, entre otros), mientras que los productos frutihortícolas continuaron mostrando una caída interanual en el periodo de referencia. Este comportamiento también se verificó en la inflación subyacente, subyacente X1 y la núcleo, que promediaron tasas interanuales de 4,7% 5,5% y 3,3%, por encima de las registradas en el primer trimestre del año 2017 (3,8%, 4,7% y 2,9%, respectivamente).

Así como en las primeras reuniones de política monetaria del 2017, en el segundo trimestre el Comité siguió remarcando la incertidumbre respecto de la evolución esperada de la economía global y, en particular, resaltó el escenario más complejo para la región como consecuencia del aumento de las tensiones políticas en Brasil. Con relación al escenario doméstico, la actividad económica se había moderado como resultado del efecto de factores puntuales, entre ellos el clima. Por otra parte, el Comité remarcó que algunas medidas de inflación subyacente se habían incrementado, aunque enfatizó que estaba explicado por unos pocos productos de la canasta. En este contexto, el CEOMA consideró (en las reuniones de abril, mayo y junio) que la estrategia más adecuada para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte relevante de política monetaria era mantener sin cambios la tasa de referencia en 5,50% anual.

En el escenario base, la estimación de crecimiento se mantuvo en 4,2%, aunque con una recomposición interna sustentada básicamente en la evolución observada de los sectores y las perspectivas para el segundo semestre, respecto de lo previsto en el informe anterior. Por un lado, se corrigieron al alza las previsiones de crecimiento de la industria manufacturera y del comercio, entre los sectores más importantes. Por otro lado, se corrigieron a la baja las estimaciones de crecimiento de la producción de energía eléctrica y del sector construcciones, éste último, afectado en parte por las condiciones climáticas adversas durante el segundo trimestre. Por el lado del gasto, el consumo privado, las exportaciones y las importaciones mantuvieron sus tasas de crecimiento, mientras que la formación bruta de capital se corrigió levemente a la baja, siendo compensada por la mejora en las estimaciones del consumo público. En general, la tasa del 4,2% sigue siendo explicado en gran medida por el sector terciario y secundario, por el lado de la oferta, mientras que la demanda interna (consumo e inversión) continuará siendo el principal impulsor por el lado del gasto.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con respecto a la inflación total en el escenario base, la tasa proyectada para diciembre de 2017 se ubica en 3,5%, igual a la prevista en el informe anterior. Por su parte, la estimación de la inflación subyacente se redujo levemente de 3,7% a 3,6%, explicada en parte, por un nivel de tipo de cambio menor al esperado para el segundo trimestre. A partir de allí, conforme a la trayectoria esperada para las variables macroeconómicas internas y externas, y en la medida que no existan choques exógenos, la inflación se mantendrá por debajo de la meta durante gran parte del 2018, convergiendo gradualmente a la misma hacia el horizonte relevante de política monetaria, en este caso, el segundo trimestre del 2019.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

| | 2016 | 2017(f) | 2018(f) | 2019(f) |
|--|------|---------|---------|---------|
| Inflación IPC promedio (*) | 3,9 | 4,0 | 3,9 | |
| Inflación IPC diciembre (**) | 3,9 | 3,5 | 3,9 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (***) | | | | 4,0 |
| Inflación IPC subyacente promedio (*) | 3,7 | 3,6 | 3,9 | |
| Inflación IPC subyacente diciembre (**) | 3,6 | 3,6 | 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 segundo trimestre de 2019.

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

Con relación a los escenarios de riesgos, en el plano internacional, la economía global sigue mostrando signos de una mayor dinámica, aunque persiste la incertidumbre derivada principalmente de las medidas económicas que plantea implementar el gobierno estadounidense. Las posibilidades de un fuerte estímulo fiscal a la economía de Estados Unidos son menos probables en el corto plazo, sin embargo, persisten dudas en relación a la implementación efectiva de las políticas comerciales proteccionistas que plantea el nuevo gobierno. Con respecto a la política monetaria, la Fed ajustó nuevamente su tasa de referencia en junio y, por el momento, las probabilidades de un cambio adicional durante el segundo semestre son relativamente bajas. No obstante, hay posibilidades que en el corto plazo la Reserva Federal anuncie el inicio de la reducción en su hoja de balance (disminución de tenencia de bonos y otros activos).

En la Eurozona, algunos de los riesgos derivados de las propuestas “aislacionistas” de algunos partidos políticos se fueron diluyendo en los últimos meses, lo cual también se reflejó en la mejora de los indicadores de confianza. No obstante, persisten algunos riesgos derivados del proceso de negociación del *Brexit*. Con respecto a la política monetaria, conforme a las últimas declaraciones del presidente del Banco Central Europeo (BCE), el mercado las ha interpretado como un primer paso hacia el proceso de normalización monetaria, aunque el inicio de este proceso seguirá dependiendo de la evolución y perspectivas de la actividad económica e inflación.

Con respecto a las economías emergentes, en China, la moderación de la actividad económica está siendo menor a la prevista anteriormente, en parte, explicada por los estímulos fiscales de corto plazo del gobierno. No obstante, los riesgos de mediano plazo siguen siendo importantes, teniendo en cuenta la necesidad de reformas en lo referente al saneamiento de la deuda corporativa y la reestructuración de las empresas públicas. Asimismo, otro factor de riesgo es el lento proceso de reequilibrio de la economía hacia consumo y servicios, lo cual en cierta medida podría incidir desfavorablemente en la evolución de los precios de los *commodities* (alimentos principalmente) a nivel internacional.

En el contexto regional, el repunte de las tensiones políticas en Brasil generó una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento de su economía. Por un lado, la reducción de la inflación, la política monetaria más acomodaticia y un mejor panorama para las cuentas fiscales, son factores que favorecerían la recuperación económica. Sin embargo, en un entorno político complicado, la aprobación de algunas medidas económicas necesarias, como la reforma de la seguridad social, podrían dificultarse, generando riesgos para la deuda pública. En la medida que la economía brasileña continúe con su recuperación, y el valor de su moneda se fortalezca o al menos se mantenga frente al dólar estadounidense, el comercio en las zonas fronterizas con Paraguay seguiría consolidando la buena dinámica observada en los últimos meses.

La evolución futura del tipo de cambio sigue representando el factor de riesgo más relevante para la dinámica de la inflación. Sin embargo, en la coyuntura actual las posibilidades de una depreciación significativa de las monedas se han moderado, teniendo en cuenta que el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos podría ser más gradual a la esperada previamente. No obstante, como se había señalado, el probable inicio de la reducción de la hoja de balance de la Fed podría contribuir, en parte, al fortalecimiento de la moneda estadounidense. En todo caso, ante un fortalecimiento del dólar, y dado que es un fenómeno global, las monedas de los socios comerciales de Paraguay también serían afectadas y, por lo tanto, el efecto de la depreciación del guaraní respecto al dólar sobre los precios domésticos estaría atenuado parcialmente.

Teniendo en cuenta los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra en equilibrio. No obstante, el Comité seguirá atento a 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 a 4,0% anual en el horizonte relevante de proyección.