

Resumen Ejecutivo

Desde la última publicación del IPoM, en el contexto internacional, la actividad económica global ha seguido mostrando signos de moderación, tanto entre las principales economías avanzadas, como así también entre las emergentes. Los factores de riesgo que daban señales de alerta al cierre de 2018, como las tensiones comerciales y el endurecimiento de las condiciones financieras, si bien siguen latentes, se han atenuado en los últimos meses por el avance satisfactorio en las negociaciones entre Estados Unidos y China, y la orientación más conservadora de la Reserva Federal. Por su parte, en la región, el escenario económico permanece complejo, particularmente en Argentina, mientras que, en Brasil, la recuperación se ha tornado más lenta y persisten desafíos importantes para impulsar un crecimiento sólido en el mediano plazo.

En Estados Unidos, la actividad económica ha mantenido un buen dinamismo, aunque a un ritmo menor que el observado en los trimestres previos. El PIB se desaceleró en el cuarto trimestre del año, comportamiento que se atribuye a los efectos que tuvieron en la demanda las tensiones comerciales con China y el desvanecimiento del estímulo fiscal y, por el lado de la oferta, el panorama menos favorable para la agricultura. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad han revelado un desempeño similar en el primer trimestre del año. El PMI manufacturero se ha mantenido en zona de expansión, aunque mostrando una dinámica más débil, en tanto que el mercado laboral ha continuado exhibiendo tasas de desempleo históricamente bajas. En ese contexto, las perspectivas de crecimiento para este año se han recortado con respecto a las presentadas en el informe anterior. En cuanto a los precios, las distintas medidas de inflación se han ubicado en niveles inferiores a los previstos, cercanos al objetivo de mediano plazo (2%). Por su parte, la Reserva Federal considerando toda la información relevante sobre la situación económica de Estados Unidos y el desempeño económico y financiero global, ha mantenido sin variación el rango de la tasa de interés de política monetaria en las reuniones realizadas este año y ha anunciado que a lo largo del 2019 será más paciente en la decisión sobre los futuros ajustes de su tasa referencial.

En la zona euro, la actividad económica ha continuado con la trayectoria decreciente observada desde inicios del 2018. El crecimiento más moderado del cuarto trimestre se debió, principalmente, al debilitamiento de la industria y el comercio. Asimismo, los indicadores adelantados han revelado un comportamiento similar en el primer trimestre de este año, entre éstos, el PMI manufacturero se ha ubicado en zona de contracción desde febrero. Mientras tanto, en el mercado laboral, la tasa de desempleo ha seguido disminuyendo situándose en niveles históricamente bajos. En este escenario, el crecimiento del PIB de 2019 en la zona euro se ha revisado a la baja. En cuanto a los precios, desde el informe anterior, la inflación interanual ha mostrado una reducción, situándose en 1,5% al cierre de marzo, por debajo de la inflación objetivo (2%). En relación a la política monetaria, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha mantenido sin variaciones los tipos de interés de referencia durante el primer trimestre de este año.

En China, los indicadores de la actividad y el sector manufacturero han seguido dando señales de ralentización de la economía. En el cuarto trimestre de 2018, el PIB creció a una tasa más moderada que en los trimestres previos, explicado especialmente por la caída de la inversión. De manera similar, el PMI manufacturero persiste en zona de contracción, reflejando el débil desempeño del sector. Al respecto, el gobierno chino introdujo medidas fiscales y monetarias para atenuar la desaceleración del crecimiento. En este contexto, los pronósticos de crecimiento para el año 2019 se han mantenido sin cambios (6,2%) respecto al IPoM anterior. En cuanto a los factores de riesgo, persiste la incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones comerciales con Estados Unidos, como así también existe preocupación sobre los efectos de las medidas de estímulo en el ya elevado nivel de endeudamiento de la economía china.

En cuanto a la región, las condiciones macroeconómicas de Argentina siguen siendo frágiles, en un contexto de inflación creciente y déficit fiscal elevado. En cuanto a la actividad económica, el PIB se redujo 2,5% en 2018, contracción más elevada a la observada el año anterior y a la esperada por el mercado. En lo que va del año, los indicadores de corto plazo, tanto de actividad económica como del sector manufacturero, han seguido presentando una fuerte contracción interanual. Tal situación ha llevado a que las previsiones de crecimiento para este año sean revisadas nuevamente a la baja. En lo referente a la política monetaria, el banco central de ese país se encuentra implementando el esquema de control de agregados

monetarios desde octubre de 2018, buscando una mayor efectividad en el control de la inflación, variable que viene mostrando una tendencia creciente desde mediados de 2018.

Por su parte, la economía brasileña creció 1,1% en 2018, inferior al previsto en el informe anterior (1,3%). En el primer trimestre del año, los indicadores de actividad económica siguen presentando un crecimiento moderado, al tiempo que los índices del sector manufacturero han mostrado cierta mejora respecto a los niveles alcanzados en la segunda parte del año pasado. A pesar de esto, la recuperación económica más lenta que la prevista meses atrás, ha conducido a que las proyecciones de crecimiento para este año sean corregidas a la baja. En cuanto a los precios, la inflación interanual ha aumentado respecto al cierre de 2018, ubicándose en torno al objetivo de 4,5%. En ese contexto, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil mantuvo la tasa SELIC en 6,5% anual, nivel que se mantiene sin cambios desde abril 2018.

Por otro lado, en el plano local ha persistido el moderado ritmo de crecimiento en los últimos meses del 2018, en parte, explicado por los choques externos adversos y factores internos de oferta. Así, el PIB registró una expansión de 1,2% en el cuarto trimestre, impulsada fundamentalmente por el sector servicios y, en menor medida, por electricidad y agua y agricultura. Por su parte, las manufacturas, la construcción y la ganadería mostraron caídas en el periodo de referencia. Por el enfoque del gasto, el consumo total (privado y público) fue el principal componente que incidió en el crecimiento interanual, dado que la formación bruta de capital mostró una retracción. En cuanto a la demanda externa, tanto las importaciones como las exportaciones verificaron tasas positivas de variación. Para el primer trimestre, los indicadores de corto plazo señalan que la dinámica se mantiene moderada y que este comportamiento continuaría hasta finales del primer semestre, a partir del cual se prevé un repunte de las tasas interanuales.

Con respecto al comportamiento de los precios, la inflación total, como así también sus medidas de tendencia se han ubicado por debajo de las tasas observadas al cierre del último informe. Así, la inflación interanual promedio se redujo de 3,8% en el cuarto trimestre a 2,6%, en gran medida debido al menor incremento de los precios en las agrupaciones de transporte, alimentos, alojamiento, mantenimiento y reparación de vivienda. En el mismo sentido, la inflación subyacente, la subyacente X1 y la inflación núcleo se ubicaron en 2,9%, 2,6% y 2,7%, por debajo de las cifras registradas entre octubre y diciembre (3,9%, 2,8% y 3,1%, respectivamente).

En cuanto a las reuniones de política monetaria del primer trimestre, el CEOMA señaló que, en el contexto internacional, si bien la economía global seguía creciendo, el impulso externo era menor a lo anticipado. Además, puntualizó que la Reserva Federal había adoptado una posición más conservadora con relación al ciclo de ajuste previsto para el rango de tasas de interés. Con respecto a la región, el Comité resaltó que en Argentina el escenario macroeconómico permanecía complejo, y que en Brasil la recuperación económica se había tornado más lenta. En lo interno, los indicadores de actividad económica y de demanda continuaban con un moderado dinamismo, al tiempo que las medidas subyacentes de la inflación registraban una trayectoria decreciente por varios meses en niveles por debajo de la meta. Con estos datos, el Comité consideró oportuno adoptar un perfil más acomodaticio de la política monetaria, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política, recortando la tasa de referencia en las reuniones de febrero y marzo, 25 puntos básicos en cada reunión, de 5,25% a 4,75% anual.

En el escenario base, el crecimiento estimado para el 2019 fue corregido de 4,0% a 3,2%, teniendo en cuenta el comportamiento reciente y las perspectivas de los distintos sectores económicos. Por el lado de la oferta, los ajustes más importantes se dieron en agricultura y en la producción de electricidad, sectores que han sido afectados por factores climáticos (sequía), mientras que las manufacturas, el comercio y los otros servicios también fueron revisados a la baja, pero en menor magnitud. No obstante, se ajustó al alza los pronósticos de ganadería, construcción y gobierno general. Por el enfoque del gasto, se recortó la proyección de la demanda interna, particularmente en los componentes del consumo privado e inversión, en tanto que, el consumo público tendrá una mayor expansión. Con relación a la demanda externa neta, la misma tendrá una incidencia negativa mayor a la prevista en el informe anterior, explicada por un recorte mayor en la estimación del nivel de las exportaciones con relación al de las importaciones.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2019(i)
Sector Primario	2,2	-1,8	-0,2
Agricultura	3,3	-3,0	-0,3
Ganadería	-2,4	2,0	0,0
Forestal, Pesca y Minería	3,2	0,0	0,0
Sector Secundario	2,6	2,6	0,9
Manufactura	3,7	3,5	0,7
Construcción	0,2	5,0	0,3
Electricidad y Agua	1,5	-1,4	-0,1
Sector Terciario	5,1	4,5	2,2
Gobierno General	6,0	5,0	0,4
Comercio	7,4	2,4	0,3
Otros Servicios ¹	4,0	5,2	1,5
Impuestos	2,7	5,1	0,4
PIB a precios de mercado	3,7	3,2	3,2
PIB sin agricultura, ni binacionales	4,0	4,3	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

En línea con la evolución reciente y esperada de la economía, la proyección de inflación total para el 2019 se ajustó a la baja de 4% a 3,9%. Asimismo, el pronóstico de la inflación subyacente se redujo, de 4% a 3,7%. Estos cambios se explican principalmente por una brecha negativa interna y externa mayor a la prevista en el informe anterior, como así también por datos observados de inflación que se han situado por debajo de los pronosticados para los primeros meses del año. No obstante, este escenario base contempla un mayor nivel de depreciación con respecto a lo previsto en el IPoM de diciembre, en línea con la evolución reciente del tipo de cambio nominal, cuyo impacto se ha reflejado en la dinámica de la inflación de bienes importados. Conforme a la trayectoria más probable de las variables macroeconómicas externas e internas, la inflación permanecerá en niveles bajos en el segundo trimestre, a partir del cual convergerá gradualmente hacia la meta en el horizonte relevante de política monetaria (primer trimestre del 2021).

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	3,5	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	3,9	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	3,2	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	3,7	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

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, persiste el sesgo a la baja de las perspectivas de crecimiento, tomando en consideración que los indicadores de corto plazo de las principales economías avanzadas y emergentes se han situado por debajo de lo anticipado por el mercado. En Estados Unidos, la actividad económica continúa expandiéndose a tasas menores a las esperadas anteriormente, al tiempo que las preocupaciones sobre la trayectoria de la inflación parecen haberse disipado. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) ha dado señales más claras de que mantendrá una actitud más paciente para dar los próximos pasos de política monetaria. En la Eurozona, las perspectivas de crecimiento se mantienen débiles, en medio de un complejo escenario de negociación del *Brexit*, cuya resolución se ha dilatado por la falta de acuerdo en el parlamento británico. En la misma línea que la Fed, el BCE ha asumido una posición más laxa con respecto a la evolución futura de las condiciones monetarias, aplazando la primera subida de los tipos de interés para finales del 2019 o incluso para marzo del 2020. Por un lado, la corrección a la baja en los pronósticos de crecimiento global representaría un menor impulso de la demanda externa para los países emergentes, mientras que, por otro lado, la posición más conservadora de los principales bancos centrales del mundo implicaría condiciones financieras internacionales más favorables (y menores presiones sobre las monedas a las inicialmente previstas), toda vez que este escenario de ralentización e incertidumbre global no se traduzca en un menor apetito por el riesgo.

Por su parte, en China, las últimas cifras económicas están reflejando una pérdida de dinamismo más allá de la prevista, lo que ha llevado a las autoridades a ampliar las medidas de estímulo fiscal y monetario con el objetivo de evitar un ajuste brusco del crecimiento. Sin embargo, las vulnerabilidades derivadas del endeudamiento corporativo y del “*shadow banking*”, como así también la elevada deuda pública, representan un obstáculo para una estrategia de estímulos mucho más agresiva en el corto plazo. La meta de crecimiento del gobierno chino para el 2019 se ubica entre 6,0% y 6,5%, menor a la del 2018 (6,6%). En cuanto a las tensiones comerciales con Estados Unidos, se ha postergado nuevamente la imposición de aumentos arancelarios por el avance satisfactorio de las negociaciones en torno a un acuerdo entre las partes, aunque el comercio internacional permanece débil a causa de esta disputa. El escenario de ralentización más acelerada de la economía global y, en particular de China, implican presiones a la baja para los precios de los *commodities*, no obstante, una resolución favorable del conflicto comercial podría contribuir a atenuar o contrarrestar este efecto.

En la región, el panorama económico en Argentina continúa siendo incierto. Los indicadores de actividad económica y de confianza permanecen débiles, mientras que la inflación ha seguido repuntando en meses recientes. Asimismo, el peso argentino se ha debilitado nuevamente desde el último IPoM. Se prevé una mejora de la economía en el segundo semestre, explicada en parte por la recuperación de la producción agrícola que fue afectada por la sequía en el 2018. Una fuente de incertidumbre importante para las perspectivas de recuperación se deriva del ámbito político. Los costos sociales del proceso de corrección de los desbalances macroeconómicos han debilitado el apoyo popular del gobierno actual y, en ese sentido, surgen las dudas con relación a la continuidad de estos programas de ajuste implementados en el marco del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, en caso de que los resultados electorales no favorezcan al candidato del oficialismo. En lo que respecta a Paraguay, el deterioro económico (y la depreciación) de Argentina redujo notoriamente el flujo de turistas, afectando principalmente al comercio fronterizo y a los sectores ligados al turismo. Los últimos datos de depreciación del peso implican una mayor apreciación del tipo de cambio real bilateral de Paraguay, sin embargo, el aumento de la inflación en Argentina, como así también la depreciación del guaraní (en línea con la dinámica de las monedas de los países de la región con sólidos fundamentos macroeconómicos), han estado atenuando el efecto.

En Brasil, si bien se mantienen las perspectivas de recuperación, son menos positivas con relación a las previsiones iniciales. Los indicadores de corto plazo y la confianza del consumidor han mantenido un comportamiento al alza a inicios del 2019, mientras que la inflación se ha mantenido cercana a la meta. No obstante, el entorno externo menos favorable representa una presión a la baja para el crecimiento en el corto plazo. Por otro lado, la agenda de reformas del gobierno ha sido bien recibida por el mercado desde el principio, y esto se ha reflejado en el riesgo país y en los índices accionarios. Sin embargo, luego de la presentación al congreso de la reforma de pensiones y a medida que se aproxima su tratamiento, las protestas sociales se han intensificado, lo cual podría complicar su aprobación. En este escenario de menor optimismo, es probable que sea aprobada una reforma de pensiones menos ambiciosa, que en cierta medida podría contribuir a frenar el ritmo de

endeudamiento, aunque en un futuro cercano requerirá nuevos ajustes fiscales. En lo que respecta a Paraguay, el crecimiento de la actividad económica en Brasil (aunque menor a lo previsto) implica de todas maneras un factor positivo para la dinámica local en el corto plazo, comparado con un resultado que podría haber sido ser más adverso.

Por otro lado, el incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales, conjuntamente con la depreciación de la moneda local implicarían presiones sobre los precios de los combustibles en el ámbito doméstico, y en consecuencia sobre la inflación, por eventuales efectos de segunda vuelta. No obstante, es apropiado señalar que, conforme a la evidencia de los últimos años, los efectos sobre la inflación subyacente y total han sido moderados.

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