



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO
2021



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

Estudios Económicos
Departamento de Análisis Macroeconómico
BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY



Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	11
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	26
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	36
Recuadro I	42
Análisis de la evolución reciente de la inflación en Paraguay	
Recuadro II	46
Índice de <i>Commodities</i> Compuesto del Paraguay (ICCPRY)	
Glosario	50

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 16 de abril. 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 con 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 de Política Monetaria (CPM) es el encargado de decidir el nivel de la TPM. El CPM 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 Comité realizará un ajuste en la TPM.

Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CPM 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

Economía internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado al alza respecto a las del IPoM anterior, impulsadas por los avances en las campañas de vacunación, la moderación de contagios de COVID-19 en diversos países y el continuo apoyo de los gobiernos mediante estímulos monetarios y fiscales. No obstante, estos progresos son dispares y en diversas economías se verifica un avance lento en los procesos de inmunización, a la par que la situación epidemiológica se deteriora. Con ello, algunos países han vuelto a adoptar medidas de contención, aunque con menos restricciones a la movilidad y a las actividades económicas. En el sector manufacturero, los indicadores de corto plazo exhiben un buen ritmo de expansión, no obstante, en el margen se ha notado una divergencia entre economías avanzadas y las emergentes, siendo que las primeras presentan una aceleración mientras que las últimas una desaceleración. El impulso de la actividad económica y la demanda se siguen reflejando en precios de *commodities* más elevados. A su vez, esto ha generado mayores presiones inflacionarias globales.

En Estados Unidos, los indicadores de corto plazo y las perspectivas han evolucionado favorablemente en el 2021. En el primer trimestre de 2021, los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero señalan que el sector aceleró su ritmo de expansión de manera pronunciada, alcanzando un nivel de 64,7 en marzo. Así, respecto al IPoM previo, las perspectivas de crecimiento para 2021 se revisaron al alza, pasando de 3,9% a 5,7%. Con relación al nivel de precios, se ha observado un significativo aumento en el primer trimestre del año, situándose la inflación en 2,6% interanual en marzo. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) mantuvo el rango referencial de tasas en 0,0% - 0,25% y anunció que continuará con las medidas no convencionales de compras de activos.

En la Eurozona, se prevé una recuperación de la economía en el 2021, si bien el pronóstico fue corregido a la baja con relación al informe pasado. En el primer trimestre de 2021, el PMI manufacturero tuvo un notable incremento en su ritmo de expansión, ubicándose en 62,5 en marzo. No obstante, se espera una recuperación en el crecimiento del PIB del 4,2% anual para el 2021, inferior a la tasa reportada en el IPoM anterior (4,6%). En cuanto a los precios, la inflación se ubicó en 1,3% interanual en marzo, acelerándose respecto a los niveles del cuarto trimestre de 2020. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variaciones las tasas de operaciones de refinanciación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito durante el primer trimestre del año y ha anunciado que continuará con el programa de compra de activos.

En China, tras la desaceleración del ritmo de crecimiento en el 2020, se prevé una expansión importante en el 2021. Los datos del cuarto trimestre de 2020 señalaron una expansión interanual del 6,5% en el PIB, consolidándose una tasa de crecimiento del 2,3% anual para el 2020. Por otra parte, los indicadores al primer trimestre de 2021 mostraron que el sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, cerrando marzo con un PMI de 51,9. Así, los pronósticos de crecimiento para el año 2021 se ajustaron levemente al alza, pasando de 8,2% (del IPoM de diciembre de 2020) a 8,5% anual.

En Brasil, las perspectivas de crecimiento se han mantenido estables, al tiempo que el repunte significativo de la inflación ha motivado un ajuste al alza en la tasa de política monetaria. En 2021, conforme a las informaciones más recientes, el indicador de actividad económica de corto plazo mostró una expansión del 1,0% en febrero. Por otra parte, el PMI manufacturero permaneció en zona de expansión, aunque mostrando un menor dinamismo y situándose en un nivel de 52,8 en marzo. En cuanto a la proyección de crecimiento de la economía brasileña para 2021, la misma se mantuvo en 3,5%, al igual que en el IPoM de diciembre. En lo referente al nivel de precios, la inflación se incrementó respecto al trimestre anterior (4,5% en diciembre), ubicándose en 6,1% interanual en marzo. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil subió la tasa SELIC a 2,75% anual en el primer trimestre, iniciando el proceso de normalización de la política monetaria.

En Argentina, los pronósticos de crecimiento han mejorado en meses recientes a la par que la inflación se ha acelerado. Los datos más recientes de la actividad económica arrojaron una contracción interanual del 2,6% en febrero. En marzo, el indicador de producción industrial exhibió un aumento del 1,6% interanual. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2021 mejoró, pasando de 4,5% a 6,0%. Con relación al nivel de precios, se ha observado una nueva aceleración en la inflación, alcanzando una tasa de 42,6% interanual en marzo. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) redujo el límite inferior de la tasa de Leliq a 38% desde noviembre de 2020.

Coyuntura doméstica y política monetaria

La recuperación económica iniciada en el tercer trimestre se fue afianzando hacia finales del 2020, coherente con el repliegue escalonado de las medidas de restricción a la movilidad, la reapertura de los sectores económicos, la adaptación de las empresas a las nuevas maneras de trabajo, la mejora en el mercado laboral y, el respaldo de las políticas contracíclicas. En el cuarto trimestre, el PIB experimentó un crecimiento de 1,0% interanual, explicado por el desempeño favorable de la construcción, la industria y, en menor medida, la ganadería. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia fueron las exportaciones netas, la formación bruta de capital fijo (FBCF) y el consumo público. Con este resultado, el PIB para el 2020 se contrajo -0,6%. A la par de los mejores números de actividad económica, el empleo también se ha ido recuperando a partir de la segunda mitad del 2020. En el segundo trimestre, el empleo se había reducido en 157.418, mientras que en el último trimestre de 2020 la caída se situó en 12.721.

En el 2021, la actividad económica mantuvo un dinamismo moderado en medio de un empeoramiento de la emergencia sanitaria. El Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) registró una contracción importante en enero, principalmente por los resultados de los servicios, las manufacturas y la generación de energía eléctrica. No obstante, este indicador revirtió su comportamiento en el mes de febrero. En los primeros dos meses del año, la variación mensual promedio del IMAEP desestacionalizado fue 0,6%. En términos interanuales la media de la variación del indicador fue del -3,1%, explicada en parte por la alta base de comparación (pre-pandemia). Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC), por primera vez durante la pandemia, superó la barrera neutral en el mes de febrero. Sin embargo, dado el recrudescimiento de la crisis sanitaria en Paraguay y las repercusiones en otros ámbitos (social y político), el índice se moderó nuevamente en marzo.

La inflación total y algunas de las medidas de tendencia aumentaron en el primer trimestre del 2021, aunque se mantuvieron en el rango inferior de la meta. En este periodo, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) promedió 2,5%, superior al 2% observado en el cuarto trimestre del 2020. Este repunte se explicó principalmente por el mayor incremento de los precios de los alimentos y de los combustibles derivados del petróleo, en línea con la recuperación de los precios de los *commodities* a nivel internacional. Sin embargo, la inflación permaneció baja, especialmente debido a la desaceleración en la variación de los precios de los servicios y, en menor medida, al fortalecimiento de la moneda local que influyó en los precios de los bienes importados, particularmente de los bienes durables (Recuadro I). Por su parte, la inflación subyacente, la subyacente X1 y la inflación núcleo promediaron tasas de 2,3%, 3,3% y 1,9% en el primer trimestre, mientras que en el periodo anterior habían sido 2,0%, 3,3% y 1,8%, respectivamente.

El Comité de Política Monetaria (CPM) mantuvo la tasa referencial en 0,75% anual durante el primer trimestre. El Comité resaltó que en el plano internacional las perspectivas económicas habían mejorado, consistente con la evolución favorable de los indicadores de corto plazo, la desaceleración en el ritmo de contagios y el avance en el proceso de vacunación en diferentes países. En este contexto, las bolsas de valores mostraron una buena dinámica, al tiempo que, los rendimientos de los instrumentos de deuda repuntaron desde inicios del mes de febrero. Con relación a los países de la región, la recuperación que se había venido observando se vio interrumpida al inicio del año por la imposición de nuevas medidas de restricción a la movilidad para contener la segunda ola de contagios. Con relación al escenario local, el CPM señaló que la actividad económica se moderó en el mes de enero, no obstante, remarcó las perspectivas alentadoras para el sector agrícola

y para los socios comerciales de Paraguay, que podrían influir positivamente en el desempeño económico de los siguientes meses. Sin embargo, el recrudecimiento de la emergencia sanitaria representaba un factor de riesgo. Con relación a los precios, la inflación de alimentos había repuntado, coincidente con el incremento de los precios de los *commodities* a nivel internacional. No obstante, la menor inflación de servicios, acorde con el frágil desempeño del sector, mantuvo contenida la inflación doméstica. Finalmente, los miembros del Comité señalaron que seguirán evaluando atentamente los nuevos desarrollos del ámbito internacional y local para un eventual inicio del proceso de normalización de la política monetaria.

Proyecciones del escenario base

El pronóstico de crecimiento se redujo de 4% a 3,5%, afectado principalmente por el recrudecimiento de la crisis sanitaria y el avance en la inmunización de la población más lento a lo previsto en el informe anterior. El aumento significativo en el número de contagiados por COVID-19 y el mínimo progreso de la vacunación han amplificado la incertidumbre con relación al dinamismo futuro de la economía, en especial del sector servicios. No obstante, las buenas perspectivas para el sector agropecuario (especialmente la ganadería y los buenos precios internacionales de la soja), el panorama externo favorable, la vigencia de las medidas expansivas y la adaptación de las empresas a las nuevas formas de trabajo, incidirán positivamente en el desempeño económico. Desde el enfoque de la oferta, la revisión del crecimiento se debió especialmente a la corrección en servicios de 5% a 3,7%, debido a los cambios en gobierno general –consistente con el plan de convergencia fiscal-, comercio y otros servicios (hoteles y restaurantes, servicios a los hogares y servicios a las empresas). En el sector secundario, la proyección se redujo levemente de 5,2% a 5,1%, por una corrección a la baja en electricidad y agua, aunque fue contrarrestada parcialmente por una mejora en las previsiones para construcción. En cuanto al sector primario se espera una variación de -2,0% (-3,5% en el anterior informe) por la expectativa de menor caída de la agricultura y una expansión mayor de la ganadería. Por el lado del gasto, se prevé un menor crecimiento del consumo (privado y público) y de la inversión. Por su parte, si bien se sigue previendo una expansión, las tasas de variación para las exportaciones y las importaciones se han ajustado a la baja, con respecto al IPoM de diciembre.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2021(i)
Sector Primario	7,1	-2,0	-0,2
Agricultura	9,1	-5,0	-0,4
Ganadería	4,7	8,5	0,2
Forestal, Pesca y Minería	-4,3	0,0	0,0
Sector Secundario	1,7	5,1	1,7
Manufactura	-0,5	5,9	1,1
Construcción	12,6	5,5	0,4
Electricidad y Agua	-1,8	2,5	0,2
Sector Terciario	-3,3	3,7	1,8
Gobierno General	5,2	1,5	0,1
Comercio	-7,8	8,0	0,8
Otros Servicios [†]	-4,4	3,0	0,8
Impuestos	-3,9	3,8	0,3
PIB a precios de mercado	-0,6	3,5	3,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,4	4,5	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2020	2021 (f)
PIB	-0,6	3,5
Demanda Interna	-2,7	3,7
Formación bruta de capital	-4,5	5,9
Formación bruta de capital fijo	6,3	6,6
Consumo total	-2,2	3,1
Consumo privado	-3,5	3,4
Consumo público	5,2	1,5
Exportaciones de bienes y servicios	-10,2	9,8
Importaciones de bienes y servicios	-17,0	11,3
Cuenta corriente (% del PIB)	2,2	3,0
FBKF (% del PIB nominal)	20,1	20,6

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

Las proyecciones de inflación se redujeron levemente de 3,9% a 3,8%, en línea con la menor dinámica prevista para la actividad económica. La inflación en el primer trimestre, si bien aumentó con relación al periodo previo, se ha ubicado por debajo de lo previsto en el informe anterior. Adicionalmente, el agravamiento de la crisis sanitaria significó una revisión a la baja en la trayectoria esperada de la actividad económica, que se tradujo en una brecha del producto que se mantendría más abierta con respecto a lo que se asumió en el IPoM anterior. Finalmente, los supuestos sobre el nivel del tipo de cambio se han moderado, considerando la evolución reciente y las buenas perspectivas en términos de ingresos por exportaciones. Teniendo en cuenta los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación repuntaría en el segundo trimestre -en gran medida explicada por la baja base de comparación-, para luego ir convergiendo hacia el 4% a partir del último trimestre, nivel en torno al cual se mantendría hasta el horizonte relevante para la política monetaria.

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2022(f)	2023(f)
Inflación IPC promedio (*)	2,0	3,8	3,9	
Inflación IPC diciembre (**)	2,2	3,8	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,0	3,8	3,9	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,2	3,8	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 2023.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Escenarios de riesgos

En el ámbito internacional, se espera un mayor crecimiento de la economía mundial para 2021 y para 2022. Sin embargo, persiste la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, dado que dependen crucialmente de la contención de la crisis sanitaria. Si bien se han observado avances importantes en los procesos de inmunización de la población, la aparición de nuevas variantes del coronavirus (SARS-CoV2) que reduzcan la eficacia de las vacunas o los retrasos en la inoculación por dudas sobre las reacciones adversas son factores que pueden prolongar la pandemia y, en consecuencia, influir negativamente en el ritmo de recuperación de la economía global. En contrapartida, una aceleración en la producción y distribución de las vacunas podría motivar una corrección al alza en los pronósticos de crecimiento actuales.

Una mayor duración de la crisis sanitaria reduciría aún más el espacio fiscal de los países para implementar medidas contracíclicas que contribuyan a mitigar los efectos económicos adversos de la crisis. Para los países emergentes y en desarrollo, que se encuentran más limitados para dar respuestas de políticas económicas, ello representa un mayor riesgo a la baja en las perspectivas. Este es el caso de algunos países de la región, cuya situación fiscal se encuentra deteriorada e incluso en un escenario de mayores presiones inflacionarias, limitando con ello la capacidad de mantener por más tiempo políticas monetarias expansivas.

Los precios de los *commodities* alimenticios y energéticos han aumentado en meses recientes, generando presiones sobre los precios domésticos de los países. En el caso del petróleo, su precio ha oscilado en función a la evolución de la pandemia y a la imposición de medidas restrictivas a la circulación. En ese sentido, si el proceso de inmunización avanza a ritmo mayor

a lo esperado y se flexibilizan aún más las restricciones a la circulación, los precios del crudo pueden aumentar más de lo previsto. En el mismo sentido, la suba de los precios de los alimentos a nivel internacional también ha estado ejerciendo presión sobre los precios internos. Una recuperación más rápida de la economía global puede mantener los precios de los alimentos y del petróleo en un nivel elevado. Adicionalmente, factores como las disrupciones en la logística del transporte de los mismos podrían provocar un mayor incremento de precios. En el caso de Paraguay, dado que es un país exportador de materias primas, los altos precios de *commodities* pueden contribuir a moderar las presiones sobre la moneda, amortiguando por esta vía el traspaso a los precios locales (Recuadro I).

En cuanto a los mercados financieros, los principales bancos centrales del mundo han seguido con una política monetaria inusualmente acomodaticia. En particular, la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos ha anunciado que mantendría este perfil laxo por un largo periodo, incluso si la inflación superara la meta del 2%. Sin embargo, en el periodo reciente se ha observado una escalada de los rendimientos de bonos del tesoro, la cual estaría asociada a mejores perspectivas de recuperación y, en consecuencia, a mayores expectativas inflacionarias. En ese sentido, el riesgo se deriva de la percepción por parte de los agentes económicos de un ajuste de las tasas de interés de los bancos centrales antes de lo previsto, especialmente de la Fed. Para los países emergentes y en desarrollo, un escenario como este implicaría mayores costos de financiamiento, salida de capitales y presión sobre sus monedas.

Por su parte, en la región, las autoridades monetarias de Brasil consideraron necesario iniciar su proceso de retiro gradual de estímulos monetarios, de manera más anticipada a lo anunciado en agosto, debido al aumento sostenido de la inflación en los últimos meses. Además, las cuentas fiscales de Brasil se encuentran limitadas, con niveles significativos de deuda. En Argentina, si bien ha habido avances en la reestructuración de su deuda, su situación fiscal continúa compleja y la inflación también ha repuntado en el periodo reciente. Ante el menor espacio para implementar políticas contracíclicas, un empeoramiento de la crisis sanitaria podría empeorar las perspectivas para ambas economías. A su vez, esto podría afectar la percepción de riesgo de la región, lo que alentaría la salida de capitales y la depreciación de las monedas.

En el contexto doméstico, el riesgo derivado de la pandemia de COVID-19 se ha intensificado en meses recientes. El ritmo de contagios se ha incrementado significativamente, provocando el desborde del sistema de salud, lo que impulsó a las autoridades sanitarias a reimponer transitoriamente medidas restrictivas a la circulación y a actividades que implican contacto social. No obstante, dado que el número contagiados y de hospitalizados se mantienen en niveles elevados, no se descartan nuevas medidas de confinamiento en los próximos meses, aunque de implementarse serían por periodos cortos. En ese sentido, el recrudecimiento de la crisis sanitaria y el lento avance en el proceso de vacunación, son factores de riesgo a la baja para la demanda, la actividad económica y la inflación, especialmente del sector servicios. Como se detalla en el Recuadro I, la inflación total se ha mantenido contenida en niveles bajos, especialmente por la desaceleración en el ritmo de aumento de los precios de los servicios.

Por otra parte, el clima ha tenido un comportamiento favorable, mejor a lo esperado al comienzo de la zafra sojera y los precios han repuntado con fuerza en los últimos meses. Si bien el volumen de producción de soja sería menor al del año anterior, la contracción será menos pronunciada, con relación a lo que hubiese sido bajo unas condiciones climáticas más adversas durante la siembra. Adicionalmente, los precios han repuntado con fuerza en los últimos meses, contribuyendo a la mejora de los términos de intercambio. En la medida que los buenos resultados del sector agrícola permeen hacia los sectores vinculados e impulsen la demanda interna (consumo e inversión), los efectos negativos de la crisis sanitaria sobre la actividad económica agregada podrían ir mitigándose en los próximos meses. Aún en este escenario, la recuperación seguirá siendo desigual, considerando que el sector servicios continuará limitado por la pandemia. Por ello, el gran reto que debe afrontarse decididamente en el corto plazo para afianzar las perspectivas económicas de los diversos sectores guarda relación con la aceleración en el ritmo de inmunización de la población.

Decisiones de Política Monetaria

Reunión de enero

En la reunión de enero, el CPM observó que el proceso de vacunación contra la COVID-19 en diversos países, sumado a la confirmación del *Brexit* con acuerdo comercial entre las partes y la conformación del Congreso de Estados Unidos habían contribuido a moderar la incertidumbre global. Por su parte, en la región, diversos países habían reforzado las medidas de contención y los planes de inmunización de la población habían avanzado. En cuanto a los indicadores de actividad económica de corto plazo, los distintos países exhibían menores caídas interanuales en el mes de noviembre.

En el ámbito local, los últimos registros de la actividad económica del 2020 señalaban un menor dinamismo en servicios, manufacturas y electricidad y agua, aunque fueron contrarrestados, en gran medida, por las expansiones en los sectores de la construcción, agricultura y ganadería. En cuanto al 2021, la evolución favorable del clima y el aumento de los precios de los *commodities* de exportación, se distinguieron como factores que podrían contribuir positivamente en la actividad económica y la demanda, mientras que, el riesgo derivado del ritmo de contagios por COVID-19 continuaba latente.

Con respecto a los precios, las distintas medidas de inflación de tendencia continuaban en niveles bajos, por lo que, las expectativas de inflación de los agentes económicos para el horizonte de política monetaria se mantenían ancladas a la meta del 4% y, los modelos de proyección de variables macroeconómicas no señalizaban presiones inflacionarias significativas en el corto plazo.

En este contexto, el CPM consideró apropiado mantener la TPM en 0,75%, puntualizando que, el perfil expansivo de la política monetaria seguía siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección, y que continuarán evaluando atentamente los nuevos desarrollos del ámbito internacional y local para la toma de decisiones de política monetaria.

Reunión de febrero

En la reunión de febrero, el Comité señaló que, las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2021 habían mejorado. En cuanto a la situación epidemiológica, se observaban avances importantes en las vacunaciones en diversos países y se reportaban descensos en los niveles de contagios, contribuyendo al dinamismo de los mercados financieros internacionales. Con respecto a los precios internacionales de *commodities*, el Comité advirtió que el aumento en las cotizaciones del petróleo podría generar presiones inflacionarias a nivel global. En América Latina y el Caribe, se verificaba una revisión al alza en las proyecciones de crecimiento económico a la luz de mejoras observadas en los indicadores de actividad económica de corto plazo, y al mismo tiempo, se habían apreciado leves incrementos en los niveles de precios.

En el escenario doméstico, los indicadores de actividad económica y de demanda habían mostrado un mayor dinamismo hacia finales del 2020. El sector de la construcción, la ganadería y las manufacturas verificaban un buen desempeño, sumado a la recuperación paulatina del sector servicios. Además, se destacaba que para el 2021, las perspectivas favorables en el sector agrícola, conjuntamente con un mayor impulso del sector externo serán determinantes de la velocidad del proceso de restablecimiento de la economía, sin embargo, persistirá el riesgo derivado de la evolución epidemiológica en el país.

En cuanto a los precios, la inflación total y las distintas medidas subyacentes habían permanecido en niveles bajos, no obstante, las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria se mantuvieron alineadas a la meta del 4%.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, ya que había considerado que el perfil expansivo de la política monetaria seguía siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4%.

Reunión de marzo

En su reunión de marzo, el CPM resaltaba las mejoras en los indicadores globales del sector manufacturero y de servicios, como así también, los avances en las vacunaciones contra la COVID-19 en diversos países y la desaceleración en el ritmo de contagios. En los mercados financieros internacionales, se observaba un dinamismo positivo en las bolsas de valores de economías avanzadas, así como en los rendimientos de instrumentos de deuda, mientras que en mercados emergentes se habían verificado comportamientos mixtos.

En la región, los indicadores de actividad del mes de enero habían registrado reducciones, consistentes con las medidas implementadas para contener la segunda ola de contagios. En cuanto a los precios, se verificaban tasas más moderadas de inflación interanual en diversos países de la región, mientras que en Brasil y Argentina se registraban aumentos.

En el plano interno, los indicadores de actividad económica se habían moderado al inicio del año, principalmente por los resultados de los servicios, las manufacturas y electricidad. Hacia adelante, se remarcaron nuevamente las buenas perspectivas para el sector agrícola, especialmente en términos de precios, como así también los mejores pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Paraguay, los cuales influirían positivamente en la dinámica de la economía local. Sin embargo, la agudización de la crisis sanitaria y sus derivaciones en otros ámbitos habían generado incertidumbre en el proceso de recuperación de algunos sectores, especialmente de aquellos vinculados a los servicios que requieren de la interacción social.

Con relación a los precios, la inflación de alimentos había repuntado, coincidente con el incremento de los precios de los *commodities* a nivel internacional. Sin embargo, la menor inflación de servicios, consistente con el frágil desempeño del sector, mantuvo contenida la inflación doméstica.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, considerando que el actual nivel del perfil expansivo de la política monetaria seguía siendo compatible con el

cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección. Además, acotó que seguirán evaluando atentamente los nuevos desarrollos del ámbito internacional y local para el eventual inicio del proceso de normalización de la política monetaria.

I. Entorno Internacional y Regional

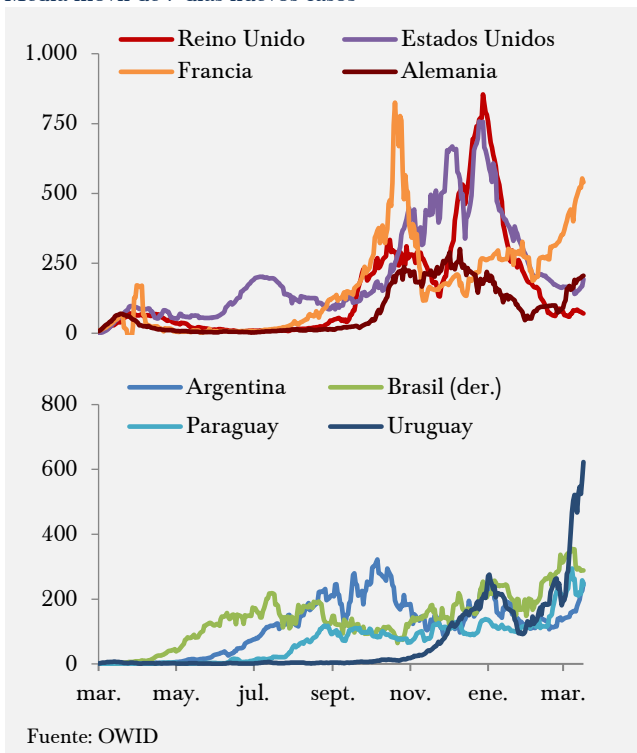
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2020	2021	2020	2021	2022
Mundo	-3,8	5,2	-3,5	5,6	4,1
EE UU	-3,5	3,9	-3,5	5,7	4,0
Eurozona	-7,4	4,6	-6,6	4,2	4,2
China	2,0	8,2	2,3	8,5	5,5
Brasil	-4,7	3,5	-4,1	3,5	2,4
Argentina	-11,5	4,5	-9,9	6,0	2,5
Socios comerciales	-6,9	3,8	-6,0	5,0	3,0
Socios Mercosur	-8,0	4,0	-6,9	4,8	2,5

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Número de nuevos casos de COVID-19 por millón de habitantes
Media móvil de 7 días nuevos casos



Fuente: OWID

Los desarrollos del entorno internacional durante el primer trimestre de 2021 han sido marcados por señales más claras de recuperación de la actividad económica, sobre todo en las economías avanzadas, como resultado de las campañas de vacunación, la flexibilización de las medidas de restricción y políticas de apoyo monetario por parte de los gobiernos. De esta manera, para la economía mundial, la estimación de crecimiento ha sido corregida al alza en comparación al IPoM anterior. Para las economías de la región, en los primeros meses del año, se observaron señales divergentes de recuperación, con un inicio de las campañas de vacunación más lento que en economías avanzadas y, además, algunos países aplicaron nuevas medidas restrictivas ante rebrotes de contagios de COVID-19. No obstante, factores como el auge de los precios de las materias primas y las condiciones financieras internacionales laxas podrían favorecer a estas economías.

En el primer trimestre del año, el nivel de contagios ha disminuido considerablemente en países de economías avanzadas, en comparación a lo observado en el informe anterior. En el caso de Estados Unidos dicha disminución es atribuible en parte a los importantes avances en las aplicaciones de vacunas que iniciaron a finales del cuarto trimestre del 2020. Esta situación ha tenido repercusiones positivas en los mercados financieros y ha impulsado el dinamismo de los mercados bursátiles. Por otro lado, para Alemania, Francia y el Reino Unido, si bien se observa que los niveles de contagio han disminuido considerablemente respecto a picos del 2020, además de avances con las vacunaciones, para contener los nuevos rebrotes estos países han implementado ciertas medidas restrictivas. En cuanto a la región, se ha dado un rebrote del virus en la mayoría de los países, entre los que sobresalen los casos de Brasil, Uruguay y Paraguay, que han registrado sus niveles más elevados de contagio desde el inicio de la pandemia (gráfico I.1). Este deterioro de la situación epidemiológica condiciona la velocidad de la recuperación económica de la región. Por otro lado, la lenta distribución de las vacunas, con excepción de Chile, afecta de manera negativa las perspectivas regionales a corto plazo.

Gráfico I.2
Actividad económica de EEUU

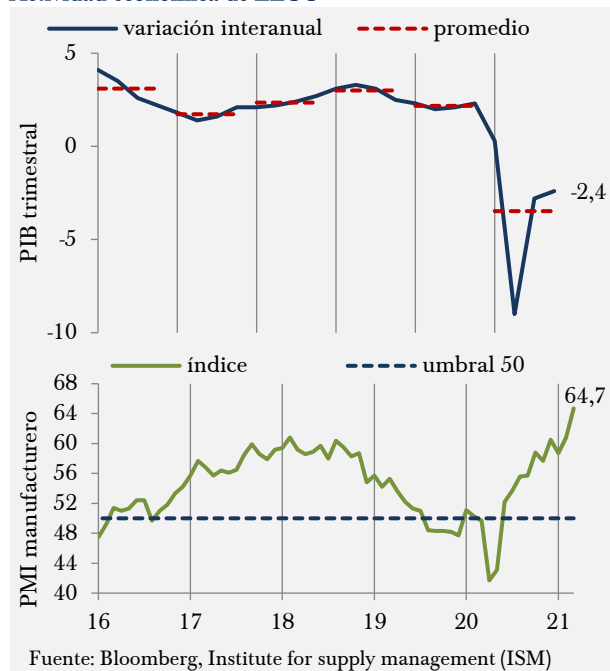
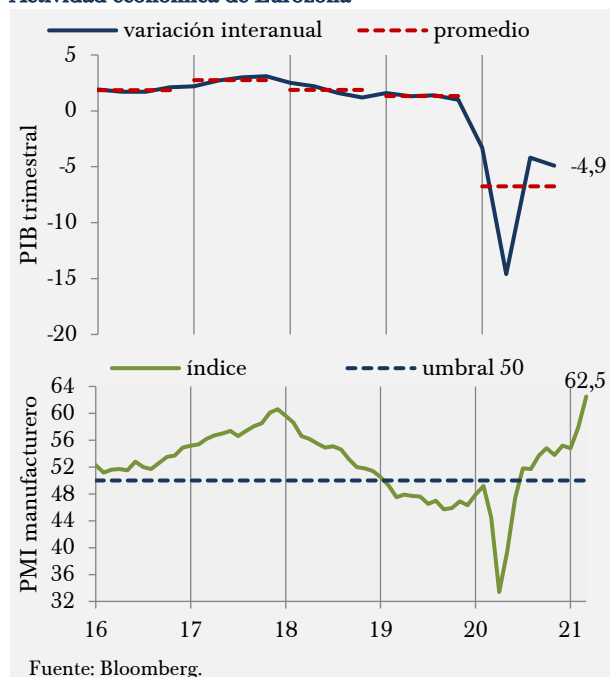


Gráfico I.3
Actividad económica de Eurozona

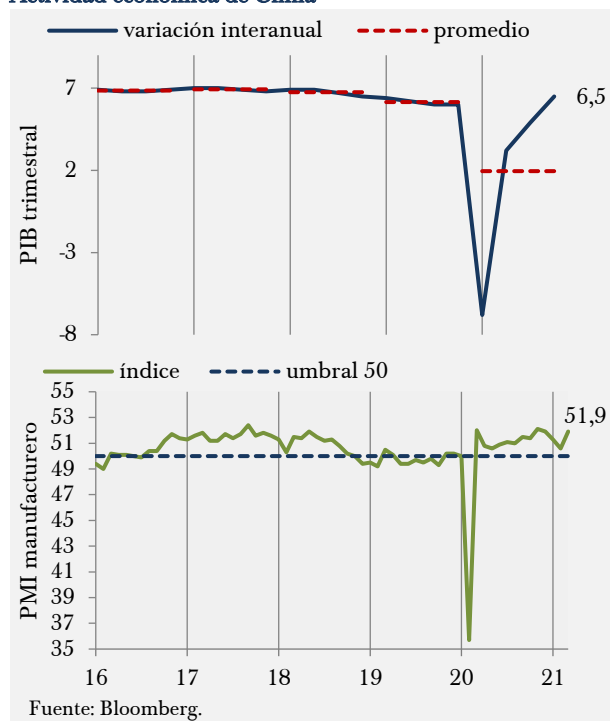


Actividad económica

Respecto al último IPoM, el PIB de Estados Unidos sigue mostrando signos de recuperación. En el cuarto trimestre de 2020, registró una expansión anualizada de 4,3%, mientras que en términos interanuales la tasa fue de -2,4% interanual. El resultado anualizado del cuarto trimestre reflejó incrementos en las exportaciones, la inversión no residencial en activos fijos, el gasto de los consumidores y la inversión residencial en activos fijos, que fueron parcialmente atenuados por reducciones en el gasto del gobierno federal y estatal, y por un incremento de las importaciones. Con estas cifras, la estimación de crecimiento para el 2020 fue de una caída de 3,5%. En el primer trimestre de 2021 datos del sector manufacturero muestran una aceleración en el ritmo de expansión del PMI manufacturero, alcanzando un nivel de 64,7 a marzo (gráfico I.2). Este resultado, se explica por un incremento acentuado en la producción, las nuevas órdenes y el empleo. En cuanto a las expectativas de crecimiento, se prevé que la economía americana tenga un crecimiento del PIB del 5,7% en el 2021 y un crecimiento de 4,0% en el 2022 (tabla I.1).

En el cuarto trimestre de 2020, el PIB de la Eurozona sufrió una reducción del 4,9% interanual en la serie con ajuste estacional (gráfico I.3), mostrando un leve empeoramiento con respecto a la reducción del 4,2% observada en el trimestre anterior. La variación de este indicador respecto al tercer trimestre de 2020 fue de -0,7%. Este resultado se debió principalmente a una reducción en el gasto para consumo final de los hogares y a un aumento de las importaciones. Por otro lado, se observaron incrementos en la formación bruta de capital fijo, en cambios en inventarios, en las exportaciones, y en el gasto final del gobierno que compensaron parcialmente las caídas en los rubros mencionados anteriormente. Con estos datos, para el año 2020, el PIB cayó 6,6% anual. En el primer trimestre de 2021, el sector manufacturero mostró signos de una fuerte recuperación, permaneciendo en zona de expansión, y alcanzando un nivel del PMI manufacturero de 62,5 en el mes de marzo. Esta cifra representa el mayor ritmo de mejora de las condiciones operativas en la serie y se explica por aumentos récord de la producción, los nuevos pedidos, las exportaciones y la actividad de compras. Por otro lado, se han identificado retrasos sin precedentes por el lado de la oferta, que impulsaron el aumento más pronunciado de los costos de los insumos. Teniendo en cuenta este escenario, respecto al

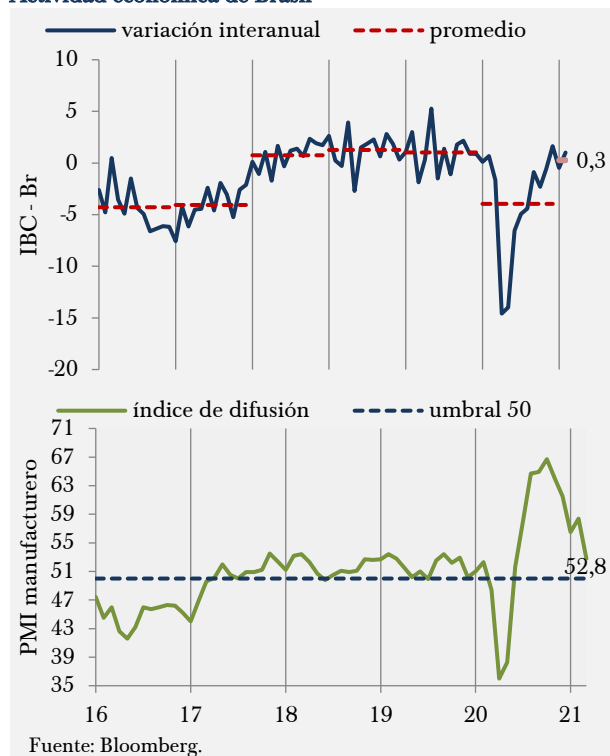
Gráfico I.4
Actividad económica de China



IPoM anterior, las perspectivas de variación del PIB para la Eurozona apuntan a una tasa anual de 4,2% tanto para el 2021 como para el 2022.

Por su parte, China mantuvo una tasa positiva de crecimiento de su producto al cuarto trimestre del año, con una variación interanual del 6,5%, luego de la tasa del 4,9% interanual observada en el trimestre anterior (gráfico I.4). Los sectores con mayores tasas de crecimiento fueron telecomunicaciones y servicios de información, transportes, la industria manufacturera y la intermedia financiera. Con estas cifras, en 2020 la economía china exhibió un crecimiento anual del 2,3%. En el primer trimestre de 2021, el sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, cerrando el mes de marzo con un PMI manufacturero de 51,9. En cuanto a sus componentes, los índices de producción y nuevas órdenes impulsaron la expansión del sector, así como también los pedidos de exportación, gracias a la mejora de la demanda externa. De esta manera, los pronósticos de crecimiento de la economía china apuntan a una tasa del 8,5% anual para 2021 y de 5,5% para 2022 (tabla I.1).

Gráfico I.5
Actividad económica de Brasil



En Brasil, el PIB trimestral registró una reducción interanual del 1,1% en el cuarto trimestre de 2020, notándose una mejora en comparación a la contracción del 3,9% observada en el trimestre anterior. El crecimiento respecto al trimestre anterior fue de 3,2%, resultado que se debió a incrementos en el consumo de hogares, gastos del gobierno, y formación bruta de capital fijo, atenuado en parte por un deterioro de las exportaciones netas. Con estas estimaciones, el crecimiento anual de la economía brasileña en el año 2020 fue de -4,1%. En 2021, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró mejoras en términos mensuales en los dos primeros meses del año, mientras que en términos interanuales se verificó una caída del 0,5% en enero y luego una expansión del 1,0% en febrero. En cuanto al sector manufacturero, se observó un ritmo de expansión acelerado en enero y febrero y luego una desaceleración en marzo, ubicándose el PMI manufacturero en 52,8. Si bien se mantuvo en zona de expansión, la desaceleración es consistente con nuevas medidas de restricción implementadas a nivel estatal para contener rebotes del coronavirus que ocasionaron una reducción en las nuevas órdenes y en la producción. A su vez, las disrupciones en las cadenas de valor en cuanto a tiempo e incremento de costos de transporte también añadieron cierta presión a la situación mencionada (gráfico I.5). Por otra parte,

Gráfico I.6
Actividad económica de Argentina

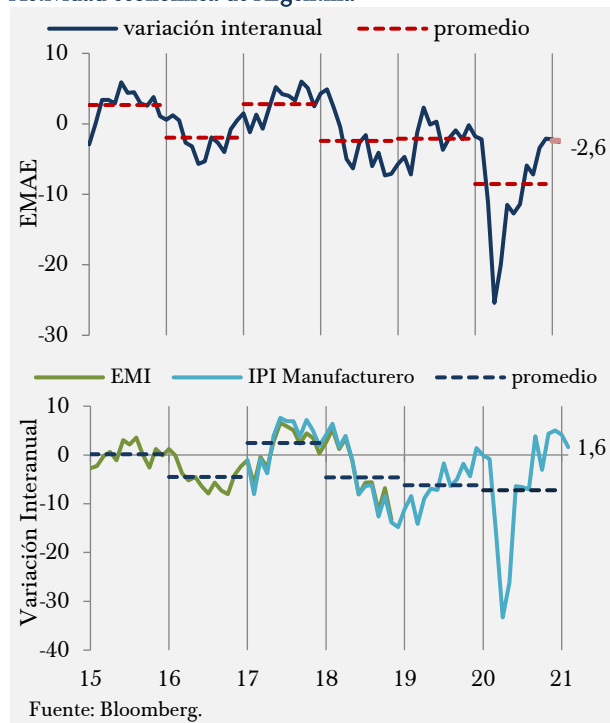
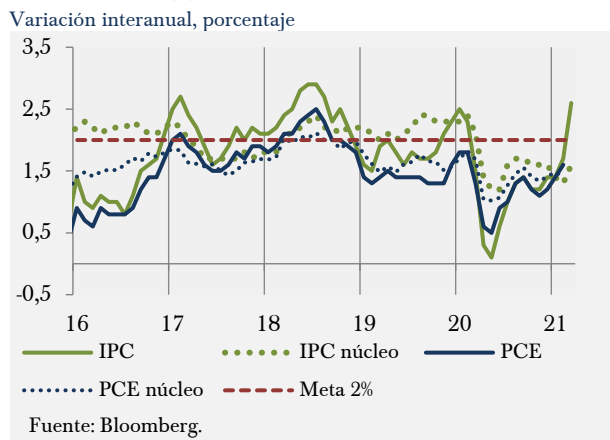


Gráfico I.7
Inflación en EEUU



se incrementaron los subíndices de compras y de precios de insumos. En este escenario, las perspectivas económicas para Brasil apuntan a una tasa de crecimiento del 3,5% anual en 2020 y de 2,4% en 2022.

En Argentina, los datos del PIB del cuarto trimestre mostraron una nueva caída de 4,3% interanual, aunque menor en comparación a la retracción del 10,1% presentada en el trimestre previo. En comparación con el trimestre anterior, la tasa desestacionalizada arrojó un crecimiento del 4,5%, explicado por una suba en el consumo privado, el gasto del gobierno, y la formación bruta de capital fijo, mientras que las caídas de las exportaciones y el aumento de las importaciones atenuaron la mejora. De esta manera, en 2020, el PIB exhibió una caída de 9,9% anual. En 2021, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMA) de Argentina registró una contracción del 2,2% interanual en enero y una caída del 2,6% interanual en febrero (gráfico I.6). No obstante, los indicadores desestacionalizados arrojaron una tasa mensual positiva en enero y luego una retracción en febrero. La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), continúa mostrando signos de recuperación, pero menos acentuados en comparación a las tasas de variación observadas en los meses anteriores. En febrero de 2021, la producción manufacturera se incrementó en 1,6% interanual, principalmente como resultado de los incrementos observados en industrias metálicas básicas (industria siderúrgica) y maquinarias y equipos. En este contexto, se espera una tasa de variación del PIB del 6,0% para el 2021 y del 2,5% para el 2022 (tabla I.1).

Inflación y Política Monetaria

En EE.UU., se ha notado una tendencia al alza de la inflación durante el primer trimestre de 2021, en comparación al comportamiento observado en el trimestre anterior (gráfico I.7). En marzo, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 2,6% en términos interanuales. Esto significó un incremento significativo con respecto al IPoM anterior. Los mayores incrementos de precios se deben principalmente a las subas de los precios de energía, específicamente de combustibles, de electricidad y gas, así como de alimentos. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 1,6% interanual, permaneciendo invariable con respecto a lo observado en el informe anterior, pero levemente mayor a lo observado en los primeros meses del 2021. La inflación

Gráfico I.8
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona
Porcentaje

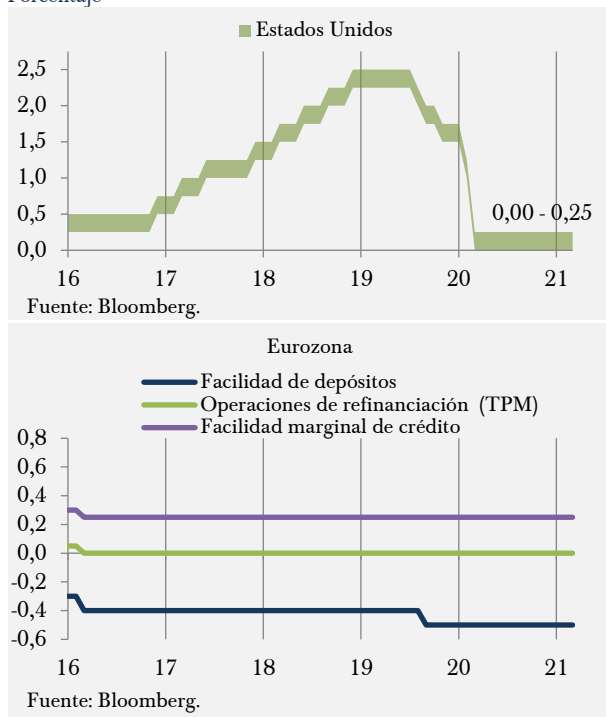
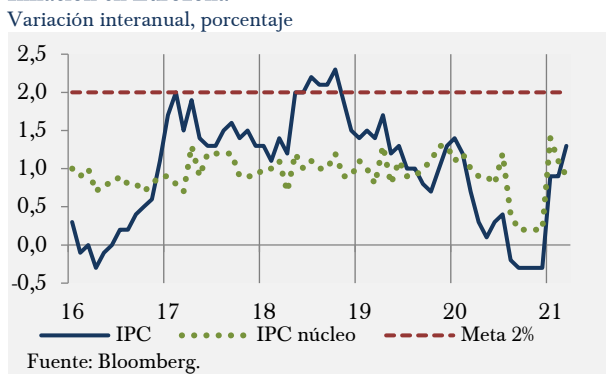


Gráfico I.9
Inflación en Eurozona



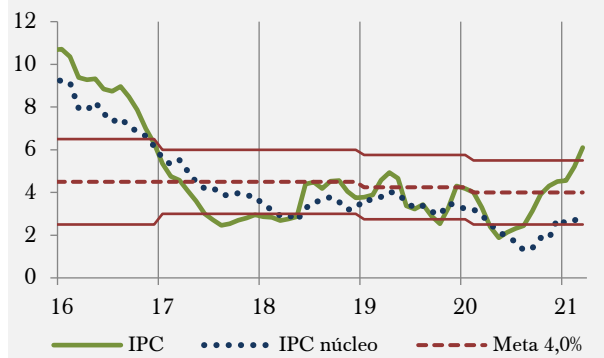
medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 1,6% interanual en febrero, y la núcleo del PCE en 1,4% (gráfico I.7). Bajo este contexto, se pueden notar signos de aceleración de la inflación en EE.UU.

Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su reunión de marzo, ha decidido mantener el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 0% - 0,25% (gráfico I.8). Además, el Comité volvió a resaltar que para que la inflación se ubique en promedio en 2% en el horizonte, se prevé que la misma se sitúe moderadamente por encima del 2% por un tiempo. No obstante, el Comité destacó que está preparado para ajustar la posición acomodaticia de la política monetaria en caso de verificar determinados riesgos a la consecución de sus metas. La Reserva Federal también continuará con sus programas de compras de activos. Considerando el panorama económico actual, se espera que la Reserva Federal no realice modificaciones a las tasas de fondos federales hasta que las condiciones de empleo e inflación se adecuen a lo esperado.

En la Eurozona, la tasa de inflación se ubicó en 1,3% interanual en marzo de 2021, mostrando un nivel mayor al promedio observado en el cuarto trimestre del año 2020. Esta presión al alza de precios se encuentra principalmente explicada por los incrementos observados en el sector energético. Por su parte, aún se observan reducciones de los precios en alimentos, bebidas y tabaco. A su vez, se pudo notar un incremento moderado de los precios en el sector servicios. La inflación núcleo también se incrementó en términos interanuales, registrando una tasa de 0,9% en marzo. De esta manera, se observa una convergencia de la inflación a la meta, con una tendencia al alza en los primeros meses del año (gráfico I.9). Con relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variación a sus tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0,00%, el 0,25% y el -0,50%, respectivamente (gráfico I.8). Se espera que dichas tasas se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en su horizonte de proyección. Adicionalmente, el Consejo de Gobierno ha decidido continuar con la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia

Gráfico I.10
Inflación en Brasil

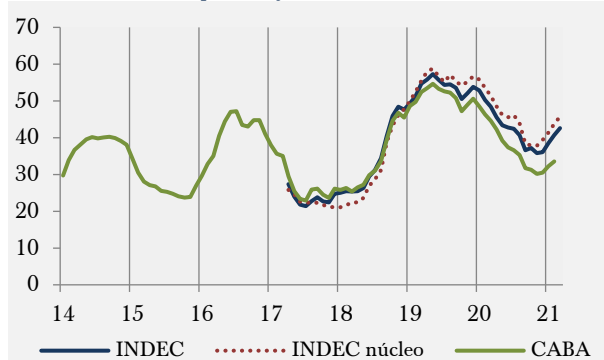
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.11
Inflación interanual en Argentina

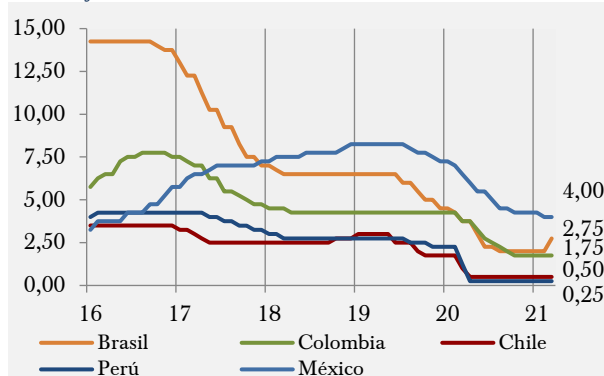
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

(PEPP), manteniendo medidas no convencionales para poder asegurar la liquidez en todos los países que forman parte de la Eurozona hasta que considere que la fase de crisis de coronavirus ha terminado.

En la región, la inflación de Brasil mostró un incremento de precios de 6,1% interanual en marzo de 2021. Este nivel de inflación se ubica por encima del límite superior establecido por el Banco Central como meta, y se encuentra explicado por un incremento considerable en los precios de alimentos y bebidas, y en menor medida, a incrementos en el precio de transporte, artículos del hogar y comunicación. La inflación núcleo cerró con una tasa de variación interanual del 2,9% en marzo. En su reunión de marzo, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidió incrementar la tasa Selic en 75 puntos básicos a 2,75% en el mes de marzo, considerando que ya no era necesario mantener el extraordinario nivel de estímulos monetarios. Además, señala que los mayores niveles de inflación observados a febrero se explican principalmente por el aumento de precios de *commodities* en moneda local, lo cual se espera sea un choque transitorio. De esta manera, el Comité ha iniciado el proceso de normalización gradual de la política monetaria (gráfico I.10).

En el caso de Argentina, se nota una tendencia al alza de la inflación desde el último IPoM. Esta se situó en 42,6% interanual en marzo de 2021 (gráfico I.11), mostrando tasas más elevadas a las observadas en los meses anteriores. Para hacer frente a las mayores presiones inflacionarias el gobierno extendió la vigencia de la política de precios cuidados y precios máximos implementadas desde el 20 de marzo del 2020 a julio y mayo del 2021, respectivamente y ha incluido nuevos bienes a la lista de la canasta de precios cuidados. Además, el gobierno está intentando negociar reestructuraciones o postergaciones en el vencimiento de su deuda con el Fondo Monetario Internacional y el Club de Paris. En cuanto a su política monetaria, el Banco Central de la República Argentina ha mantenido el límite inferior de la tasa de interés de Leliq en 38,0% desde noviembre de 2020.

En otras economías de la región, México ha reducido las tasas de política monetaria con relación al cuarto trimestre de 2020, mientras que Colombia, Chile y Perú mantuvieron su tasa en 1,75, 0,5 y 0,25, respectivamente. En líneas generales, los bancos centrales de la región continúan adoptando una política monetaria acomodaticia, con el propósito de

Gráfico I.13
Precios de *commodities*

Índices, febrero 2020 = 100

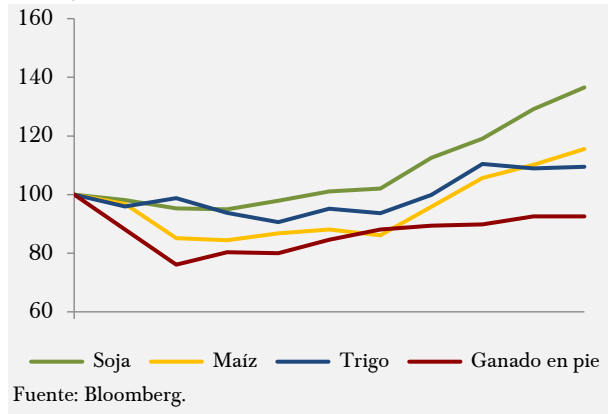


Gráfico I.14
Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

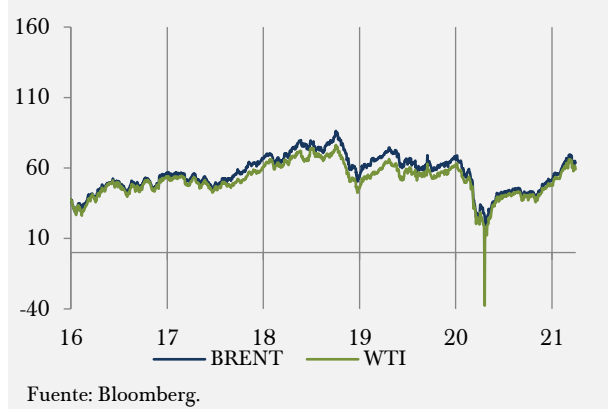


Gráfico I.15
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

Rendimientos (%)



estimular la actividad económica en un contexto de incertidumbre económica ante el aumento de contagios de COVID-19 (gráfico I.12).

Materias primas

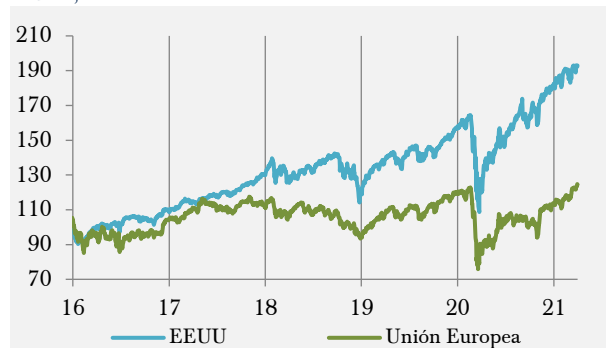
Los *commodities* agrícolas han continuado mostrando una tendencia al alza en sus cotizaciones al primer trimestre del año, mejorando respecto al IPoM anterior (gráfico I.13). El precio de la soja en Chicago se ha incrementado en 16,9% respecto al cierre de 2020. Este comportamiento se encuentra explicado principalmente por los aumentos sostenidos en la demanda proveniente de China, y las proyecciones de una menor siembra en EE.UU., según el último reporte del Departamento de Agricultura de EE.UU. Asimismo, se ha notado un incremento en las cotizaciones del trigo (5,8%), el maíz (26,7%) y ganado en pie (8,3%) en comparación con lo registrado en diciembre de 2020. De esta manera, se espera que estos precios se mantengan elevados, teniendo en cuenta un aumento del nivel de las exportaciones de productos primarios.

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, tanto el Brent como el WTI, han mostrado variaciones positivas en sus precios con respecto al IPoM anterior, relacionadas a mejores perspectivas con respecto a la recuperación de la demanda a nivel mundial, dadas las correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para 2021. A su vez, el avance de la aplicación de las vacunas contra la COVID-19 en un número significativo de países apoya las expectativas positivas para una recuperación más rápida de la demanda de petróleo. Por otro lado, en la última reunión de la OPEC se ha llegado a un acuerdo de levantamiento gradual de los límites de producción a partir del mes de mayo, lo que podría ofrecer un balance en el mercado a partir del segundo semestre del 2021. No obstante, los niveles de precios dependen en gran medida de las decisiones sobre producción que serán tomadas en las próximas reuniones y la dinámica de la demanda de petróleo en los próximos meses. En comparación a los precios observados al cierre de 2020, el precio del petróleo Brent se incrementó en 22,7%, mientras que el de WTI se incrementó en 31% (gráfico I.14). En el corto plazo, se espera que los niveles de producción sean incrementados en el 2021, en respuesta a una recuperación de la demanda.

Gráfico I.16

Mercados bursátiles internacionales

Índices, enero 2015 = 100



Fuente: Zona Euro, Dow Jones Euro STOXX 50 Index; EEUU, S&P 500; todos vía Bloomberg.

Gráfico I.17

Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales

Índice DXY (*)



(*) Valor del dólar frente al euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Fuente: Bloomberg.

Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.15). Esto se ha dado como resultado de las perspectivas positivas acerca de la recuperación económica dado el avance de las campañas de vacunación y la aprobación de un nuevo paquete de estímulos que apuntaló la recuperación de la demanda, y a su vez ha propiciado un incremento en los rendimientos de los mismos.

Los principales índices de bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona han mostrado una trayectoria ascendente desde el último IPoM. Tanto en EE.UU. como en la Zona Euro, se observan signos de recuperación de los indicadores de desempeño del mercado bursátil, notándose una mayor confianza de los inversores en el mercado, impulsada por los resultados alentadores de indicadores económicos relevantes. Con esto, se pudo observar un incremento del 5,8% del S&P500 y un incremento del 10,3% para el Euro STOXX 50 desde diciembre del año anterior (gráfico I.16).

En comparación con el IPoM anterior, la evolución del dólar muestra una apreciación pese al elevado nivel de liquidez de la economía, producto de las medidas no convencionales de la Reserva Federal y la aprobación del paquete de estímulos. Así, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se apreció 3,7% con relación al cierre de 2020 (gráfico I.17). Este comportamiento se encuentra explicado, en parte, por la debilidad observada en las demás monedas que componen la canasta de monedas tenidas en cuenta para la elaboración del índice, especialmente del euro.

II. Mercados Financieros

Grafico II.1

Corredor de Tasas

Porcentaje

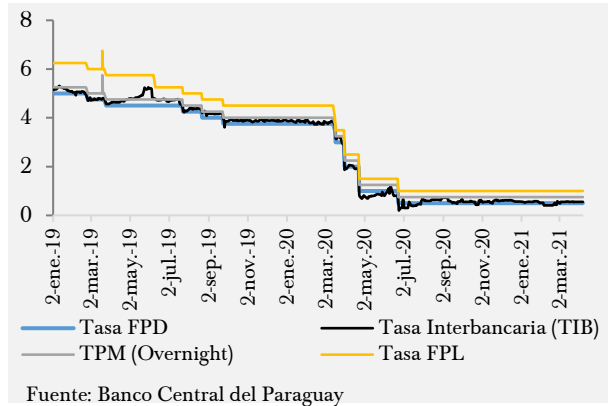


Grafico II.2

Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje

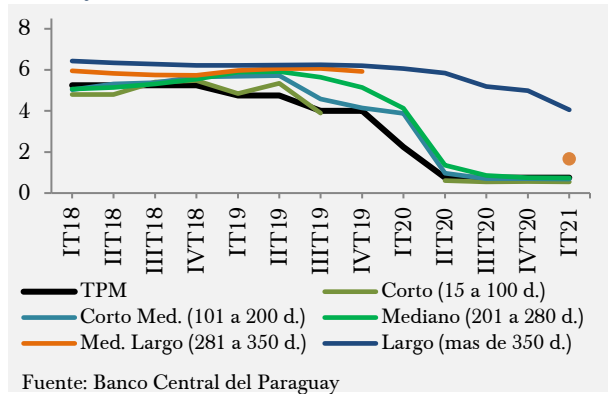
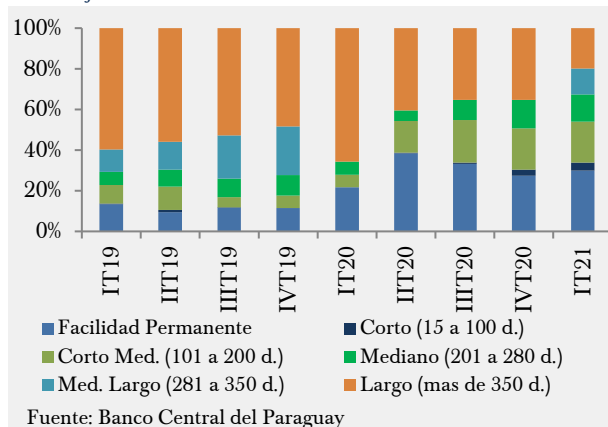


Grafico II.3

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

Porcentaje



Política Monetaria

Teniendo en cuenta la evolución y perspectivas del escenario económico internacional y local, el Comité de Política Monetaria ha considerado que el actual nivel del perfil expansivo de la política monetaria, con la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,75% anual, sigue siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección (ver apartado de Decisiones de Política Monetaria).

Durante el año 2020, la reducción de la TPM en 325 puntos básicos (p.b.) también implicó que la tasa de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) se reduzca en la misma magnitud (325 p.b.) y la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) en 350 p.b., ubicándose en 0,50% y 1,00% anual respectivamente. Asimismo, la tasa interbancaria se ha ido reduciendo con la disminución de la TPM y se mantuvo cerca del piso del corredor. Al cierre del mes de marzo, se situó en 0,56% anual, en un nivel más bajo que la tasa de referencia (gráfico II.1).

Instrumentos de Regulación Monetaria

En el primer trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de Mediano Largo plazo (281 a 350 días), Facilidad Permanente, los de Corto Mediano plazo (101 a 200 días), Mediano plazo (201 a 280 días) y Corto plazo (15 a 100 días) en detrimento del Largo plazo. Así, la participación en el primer trimestre del Mediano Largo plazo fue de 12,7%, de la Facilidad Permanente fue de 30,0%, del Corto Mediano plazo fue de 20,2%, del Mediano plazo fue de 13,4% y del Corto plazo fue de 3,8%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 12,67 p.p. para el Mediano Largo plazo, 6,36 p.p. para la Facilidad Permanente, 2,72 p.p. para el Corto Mediano plazo, 1,38 p.p. para el Mediano plazo y 1,20 p.p. para el Corto plazo, con relación a las participaciones del trimestre pasado. (gráfico II.2).

Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se incrementó 11,3% con relación al cuarto trimestre de 2020, explicado por una incidencia positiva en las colocaciones de

Gráfico II.4
Participación en la demanda de las LRM por plazos

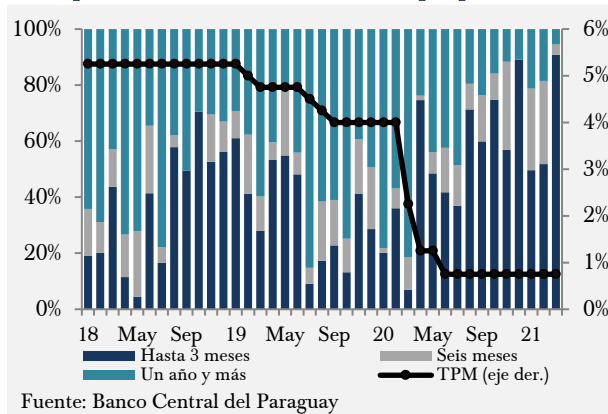


Gráfico II.5
Evolución del crédito

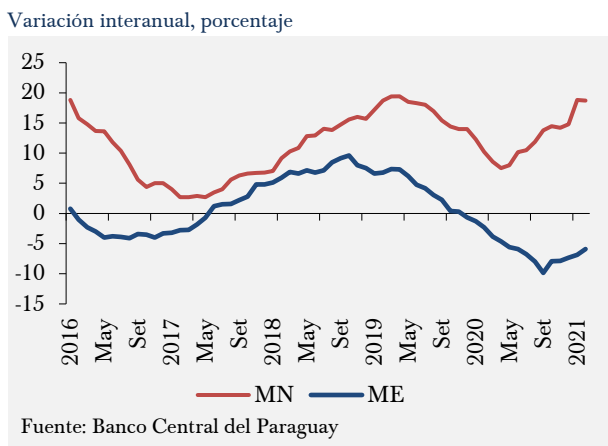
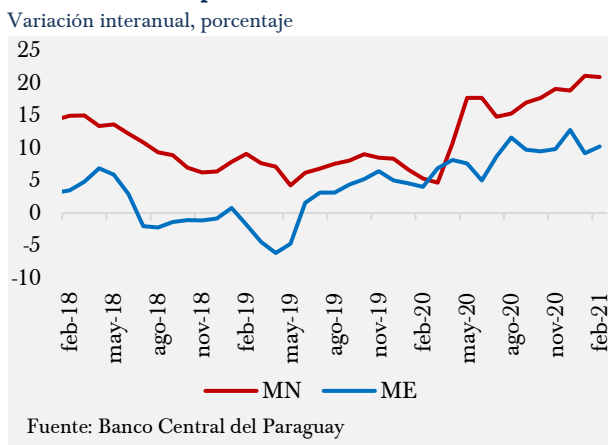


Gráfico II.6
Evolución de los depósitos



mediano largo plazo, facilidad permanente, corto mediano plazo, mediano plazo y corto plazo, mientras que las colocaciones en títulos de Largo plazo se redujeron.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), se observó un mayor apetito por los instrumentos de hasta 3 meses. Así, en el primer trimestre de 2021, la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 67,0% del total, de 6 meses representó el 18,9% y la de 1 año y más representó el 14,1% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

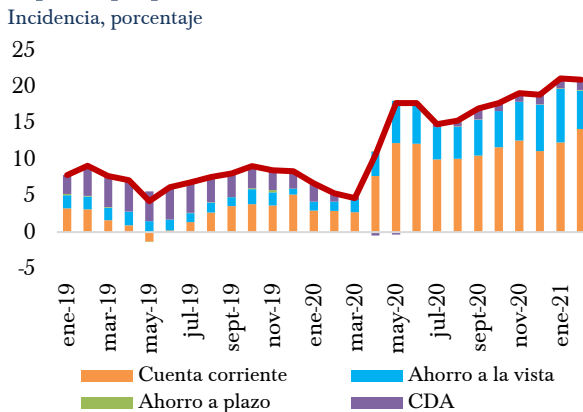
Desde el IPoM de diciembre 2020, los créditos totales han continuado expandiéndose (8,30% interanual) explicado por el incremento de los préstamos en moneda local. La concesión de créditos en moneda extranjera, si bien ha continuado registrando variaciones interanuales negativas, lo ha venido haciendo a tasas cada vez menores.

De esta forma, en febrero 2021, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual del 18,7%, superior a la tasa de 14,2% verificada al cierre del informe previo (noviembre de 2020). En los primeros meses de este año, entre los principales sectores que incidieron en la evolución de los créditos son comercio al por mayor, industria, construcción y ganadería. Por su parte, los créditos en moneda extranjera mostraron una disminución de 5,9% interanual, inferior a la contracción del 7,8% observado en noviembre 2020 (gráfico II.5).

Con relación a los depósitos privados totales, si bien el crecimiento interanual promedio de enero y febrero 2021 (17,6%) se ubicó en un nivel por debajo del promedio del cuarto trimestre del 2020 (19,3%), siguen exhibiendo un dinamismo importante. Así, al mes de febrero 2021, los depósitos en moneda nacional se expandieron en 20,9% y en moneda extranjera, 10,2%, ambos en términos interanuales. (gráfico II.6)

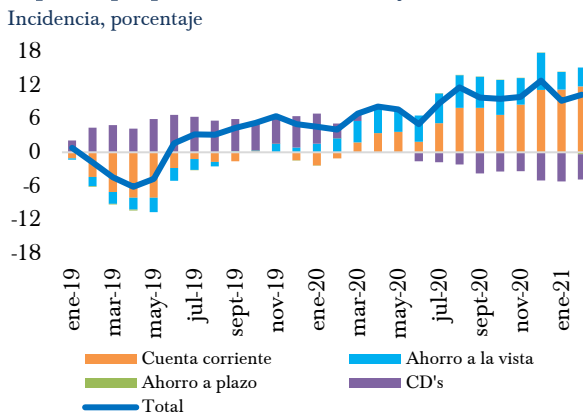
Desagregando por plazos, es importante destacar que, desde la declaración de la cuarentena en el país, se ha observado un incremento significativo en la contribución de los depósitos a plazos más cortos en ambas monedas. Por su parte, la incidencia de los certificados de depósitos de ahorro (CDA), en moneda nacional, se ha venido verificando un gradual aumento desde mediados del año 2020, al tiempo

Gráfico II.7
Depósitos por plazos en moneda nacional



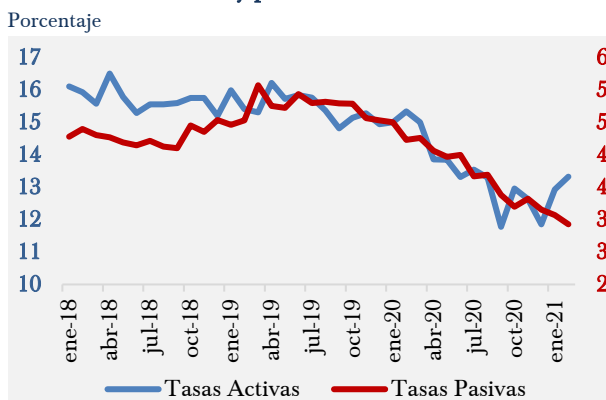
Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.8
Depósitos por plazos en moneda extranjera



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.9
Tasas de interés activa y pasiva en moneda nacional



Fuente: Banco Central del Paraguay

que, en moneda extranjera, han registrado una contribución negativa en la evolución de los depósitos en el mismo periodo (gráficos II.7 y II.8).

Respecto de las tasas de interés, el promedio ponderado de la tasa de interés activa y de la tasa pasiva en moneda nacional han denotado una trayectoria a la baja, en línea con las medidas de flexibilización de la política monetaria. Asimismo, el promedio ponderado tanto de tasas activas y pasivas en moneda extranjera han exhibido una trayectoria decreciente (gráficos II.9 y II.10).

Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito del cuarto trimestre del año 2020 señalaron que el 28,6% de los encuestados había considerado que la situación, en ese periodo, era óptima para el otorgamiento de créditos, lo que se vio reflejado en el dinamismo del crédito observado, en especial en moneda nacional (gráfico II.11). Los resultados de la Encuesta de Situación del Crédito en el cuarto trimestre del 2020 reflejan una recuperación con respecto a los dos primeros trimestres pasados, consistente con la recuperación de la actividad económica a partir del segundo semestre luego de la flexibilización gradual de las medidas de confinamiento social.

Por su parte, las expectativas para la concesión del crédito por sectores se encuentran en su mayoría en la zona de expansión para los próximos 3, 6 y 12 meses (gráfico II.12).

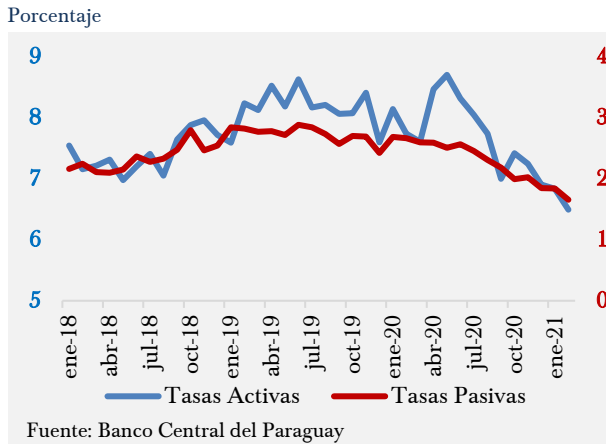
Mercado Bursátil

Al mes de febrero de 2021, el volumen negociado en bolsa registra un incremento interanual del 78,39%, el cual se explica por el crecimiento de las operaciones de reporto (271,70%), y por la expansión de las operaciones de renta fija (12,69%). Por su parte, las operaciones de renta variable y derivados disminuyeron (-46,51%) y (-73,86%).

Del total negociado hasta febrero del 2021, el 33,78% correspondió a transacciones en el mercado primario y 66,22% al mercado secundario (gráfico II.13).

La distribución de las transacciones en la bolsa es la siguiente: operaciones de reporto 55,33%, operaciones de renta fija 43,53%, operaciones de renta variable 0,92%, y operaciones de derivados 0,22%.

Gráfico II.10
Tasas de interés activa y pasiva en moneda extranjera

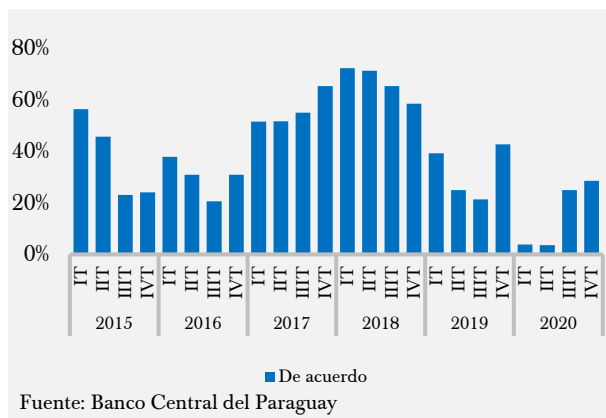


Como ya se señaló, las operaciones de reporto han continuado exhibiendo un crecimiento muy elevado, de forma que, el movimiento acumulado de las operaciones de reporto en el 2021 presenta un incremento del 271,7% con respecto al movimiento acumulado en el mismo periodo del 2020. Hasta febrero del presente año, el valor de las operaciones de reporto alcanzó 1.407.058 millones de guaraníes.

Este importante crecimiento de las operaciones de reporto podría explicarse por la alta demanda de liquidez, lo que ha hecho que muchas empresas busquen diversificar sus fuentes de financiamiento.

En febrero del 2021, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 10,41% anual, mientras que la tasa en moneda extranjera se ubicó en 5,97% anual.

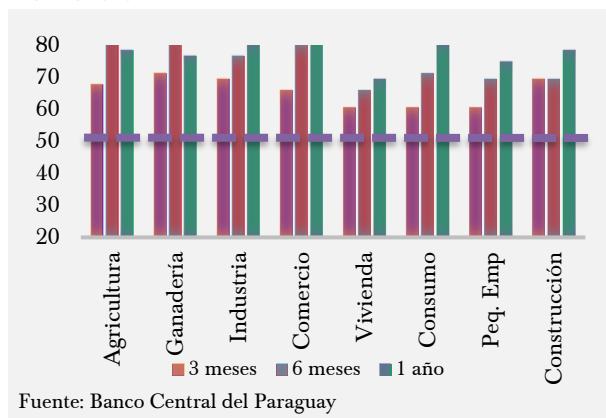
Gráfico II.11
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?



Tipo de cambio

Al cierre del primer trimestre del año, las monedas de la región mostraron comportamientos mixtos con respecto a las cotizaciones de finales del mes de diciembre. Así, en el periodo señalado, se apreciaron con respecto al dólar americano, el guaraní en 10,03% y el peso chileno 4,14%. En contrapartida, las monedas que verificaron depreciaciones en el mismo periodo son el real brasileño (9,63%), el peso colombiano (6,57%), el sol peruano (4,40%) y el peso uruguayo (3,73%).

Gráfico II.12
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito



Por otra parte, en marzo de 2021, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 6,02% con respecto al mismo mes del año pasado, explicado principalmente por el diferencial de inflación externa y doméstica, mientras que, la depreciación nominal de las monedas de los socios comerciales y la ligera apreciación del guaraní, han contrarrestado parcialmente la variación interanual positiva del TCR (gráfico II.9).

Gráfico II.13

Volumen negociado en la BVPASA

En miles de millones de guaraníes

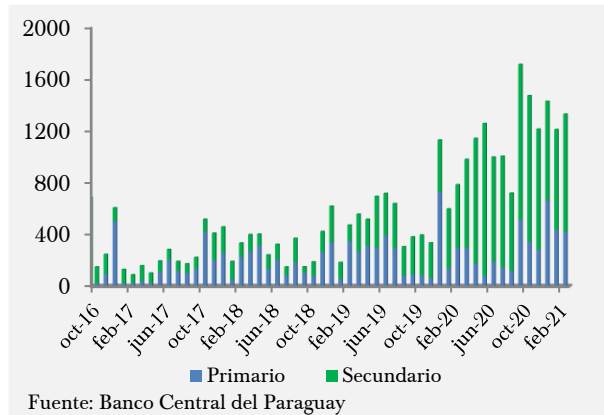


Gráfico II.14

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2017=100

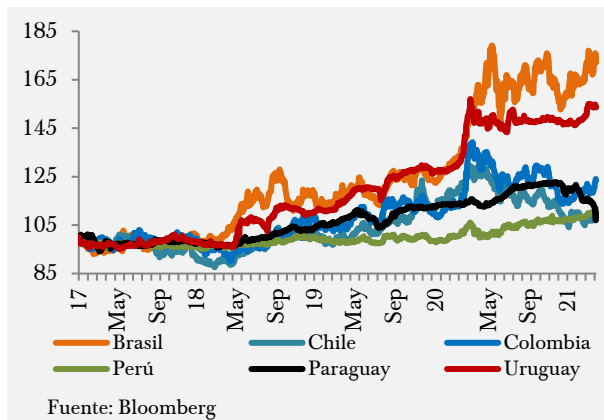
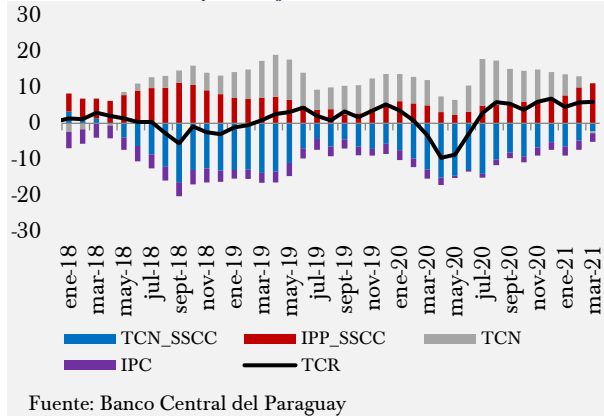


Gráfico II.15

Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

Sectores	Peso 2020	2020				
		I	II	III	IV	Acum.
Agricultura	8,7	18,1	15,1	1,2	-3,8	9,1
Ganadería, For., Pes. y Min.	3,1	9,3	0,3	-4,7	3,9	2,0
Industria	19,2	0,3	-5,8	-0,2	3,1	-0,5
Elect. y agua	7,1	2,8	-8,6	1,1	-3,0	-1,8
Construcción	7,0	11,5	5,6	13,9	18,1	12,6
Servicios	47,6	2,3	-10,9	-3,8	-0,8	-3,3
Imp. a Prod.	7,2	1,5	14,3	-3,8	0,7	-3,9
PIB Total	100,0	4,3	-6,7	-1,3	1,0	-0,6
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,9	2,8	-8,1	-1,5	1,8	-1,2

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencias en la variación interanual, porcentaje

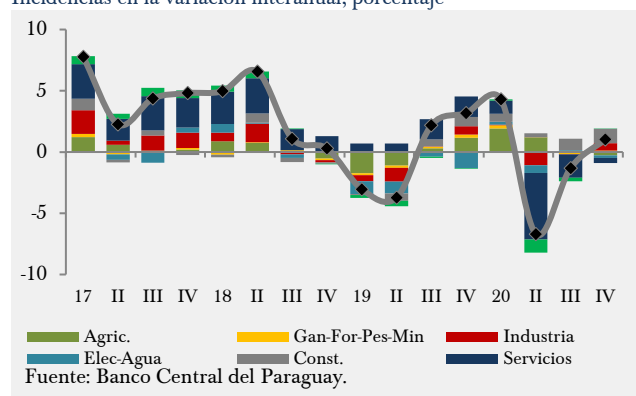


Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Peso 2020	2020				
		I	II	III	IV	Acum.
Consumo total	75,6	2,4	-7,4	-3,8	-0,1	-2,2
Consumo privado	63,1	1,7	-8,7	-5,4	-1,9	-3,5
Consumo público	12,5	6,7	0,1	5,3	8,2	5,2
FBC	20,1	17,5	-9,7	-16,8	-11,6	-4,5
FBCF*	19,4	6,1	-2,5	8,6	11,5	6,3
Exportaciones	32,6	-5,9	-23,3	-5,0	-6,8	-10,2
Importaciones	28,3	-2,3	-29,3	-18,7	-17,2	-17,0
PIB Total	100,0	4,3	-6,7	-1,3	1,0	-0,6

*Representa el 96,4% de la FBC.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

El impacto de la crisis sanitaria en la actividad económica se evidenció principalmente en el segundo trimestre, notándose una paulatina recuperación a partir del tercer trimestre, en línea con la flexibilización gradual de las medidas de restricción sanitaria. En el cuarto trimestre, el PIB experimentó un crecimiento de 1,0% interanual, explicado por el desempeño favorable de la construcción, la industria y, en menor medida, la ganadería. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia fueron las exportaciones netas, la formación bruta de capital fijo (FBCF) y el consumo público. Con este resultado, el PIB para el 2020 se contrajo en -0,6%.

El sector de la construcción presentó un crecimiento interanual de 18,1% en el cuarto trimestre de 2020 (tabla III.1). El desempeño de la actividad estuvo explicado por el mayor dinamismo observado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. Las mejores condiciones climáticas también coadyuvaron al desempeño más dinámico de este sector durante el cuarto trimestre. El sector acumuló un crecimiento de 12,6% en el 2020.

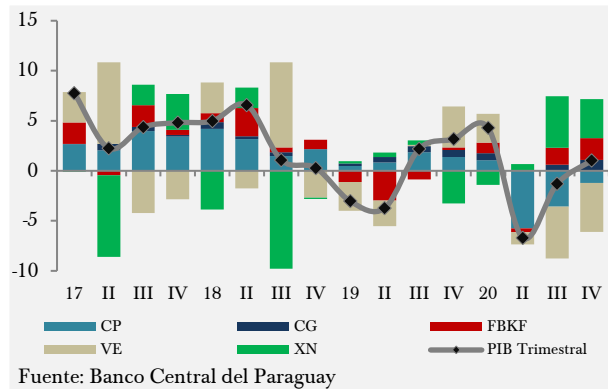
Por su parte, la actividad manufacturera presentó un crecimiento interanual de 3,1%, debido principalmente al mejor desempeño de la producción de carne, productos químico-farmacéuticos, aceites, molinerías y panaderías, productos metálicos y metales comunes. No obstante, estos resultados se vieron atenuados por las variaciones negativas registradas en la producción láctea, minerales no metálicos, papel y productos del papel. De esta manera, el sector cierra el 2020 con una leve caída acumulada de -0,5%.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería anotó una variación interanual positiva de 3,9% en el cuarto trimestre, explicada por el mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, aves de corral, porcinos y producción de otros productos pecuarios. Además, se han observado resultados favorables en minería, en línea con la mayor dinámica verificada en las construcciones. Este sector acumuló un crecimiento de 2,0% en el 2020.

Gráfico III.2

PIB: Componentes de Demanda

Incidencias en la variación interanual, porcentaje

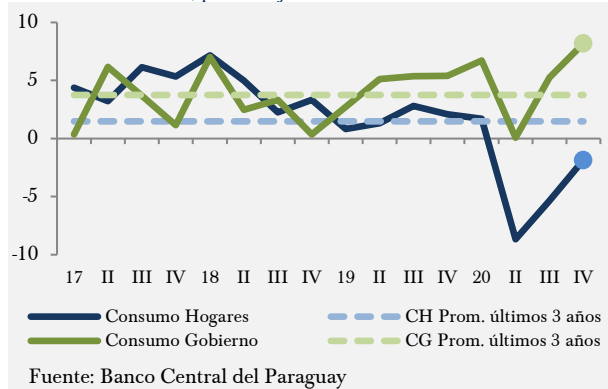


Por otro lado, los servicios registraron una contracción interanual de 0,8% en el cuarto trimestre, en gran medida, como consecuencia del impacto de la crisis sanitaria. Sin embargo, se resalta la menor desaceleración verificada en comparación al segundo y tercer trimestre (con reducciones de -10,9% y -3,8%, respectivamente). En el comportamiento interanual del último trimestre de 2020 incidieron negativamente los restaurantes y hoteles, el comercio, los servicios a las empresas y servicios a los hogares. En contrapartida, los servicios gubernamentales, las telecomunicaciones, la intermediación financiera y los servicios de transporte presentaron un desempeño positivo. Finalmente, el sector cerró el 2020 con una caída acumulada de 3,3%.

Gráfico III.3

Consumo total

Variación interanual, porcentaje

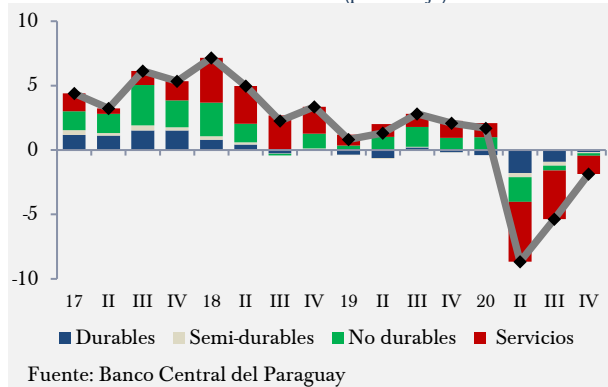


Asimismo, el sector agrícola presentó una disminución de 3,8% con respecto al mismo trimestre de 2019 (según los últimos registros oficiales del MAG), que se debió principalmente a los menores niveles de producción de soja, el trigo y la mandioca. No obstante, estos resultados fueron parcialmente atenuados por las variaciones positivas registradas en la producción de caña de azúcar, arroz y maíz. Considerando todo el 2020, la actividad acumuló un crecimiento de 9,1%.

Gráfico III.4

Componentes del consumo privado

Incidencias en la variación interanual (porcentaje)



Por último, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una contracción interanual de 3,0% en el cuarto trimestre de 2020. El desempeño desfavorable del trimestre siguió siendo explicado por la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido al menor caudal hídrico del río Paraná. No obstante, dichas disminuciones han sido amortiguadas por el incremento interanual registrado en la distribución. En términos acumulados, el sector cerró el 2020 con una caída de 1,8%.

Desde la perspectiva del gasto, el incremento interanual del PIB fue impulsado por el aumento de la demanda externa neta y, atenuado por la contracción en la demanda interna.

Por el lado de la demanda interna, la misma verificó una retracción interanual de -2,8%. Entre sus principales componentes ha predominado la disminución en la formación bruta de capital (FBC) en 11,6% (principalmente debido a la desacumulación de existencias), mientras que, el consumo total registró una reducción de 0,1%, ambos en términos interanuales.

Gráfico III.5
Componentes de la inversión (FBCF)
Incidencias en la variación interanual (porcentaje)

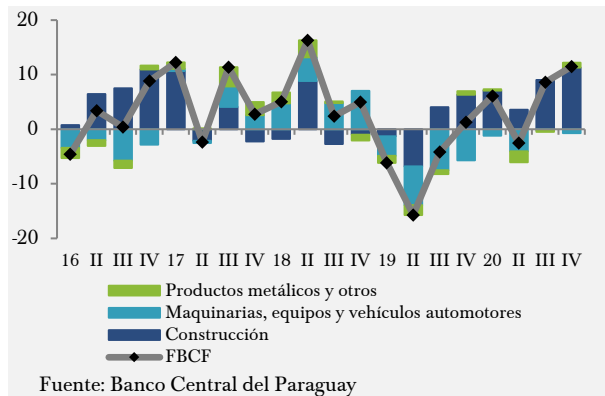


Gráfico III.6
Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP)
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

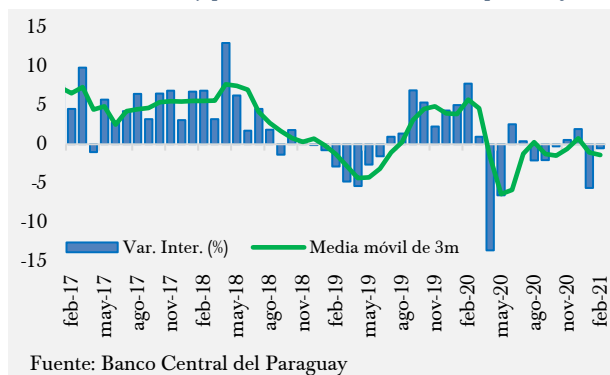
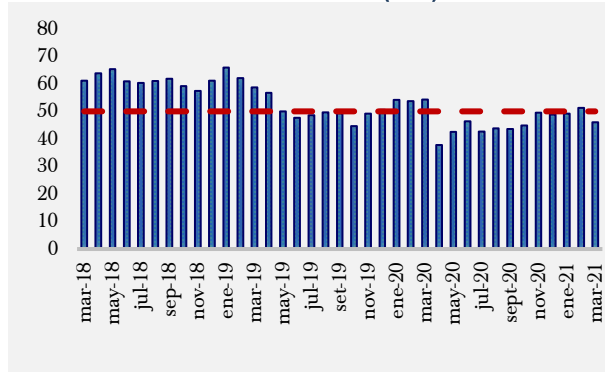


Gráfico III.7
Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



Al interior del consumo total, se observó que el consumo privado ha mostrado una caída de 1,9%, debido principalmente a una disminución en los gastos en servicios, en especial los relacionados con la recreación, educación y salud. Los gastos en bienes durables (compras de electrodomésticos y vehículos automotores) registraron una incidencia negativa, al igual que los gastos en bienes no durables (principalmente alimentos, papeles y combustibles). En términos acumulados, el consumo privado cerró el 2020 con una caída de 3,5%.

Por su parte, el consumo público verificó un crecimiento interanual de 8,2%, mostrando este comportamiento positivo por décimo quinto trimestre consecutivo y acumulando un crecimiento de 5,2% al cierre de 2020.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) verificó un crecimiento de 11,5% con respecto al mismo trimestre de 2019. Este desempeño fue influenciado, principalmente, por el mayor nivel en las construcciones, mientras que, las inversiones en maquinarias y equipos atenuaron levemente la expansión.

Por el lado de la demanda externa, se observó que las exportaciones de bienes y servicios presentaron una disminución interanual de 6,8%, resultado que se explica fundamentalmente por las reducciones en maquinarias y equipos (vinculadas a las reexportaciones), energía eléctrica, restaurantes y hoteles (merma en el ingreso de turistas extranjeros al país). No obstante, se observaron dinámicas favorables en las exportaciones de soja y carne. A su vez, las importaciones de bienes y servicios se redujeron en 17,2% al compararlas con los niveles del mismo trimestre de 2019, siendo los de mayor incidencia negativa, por el lado de los bienes, las maquinarias y equipos, combustibles y lubricantes y vehículos automotores. Por el lado de los servicios, incidieron principalmente las retracciones de los servicios de transportes y servicios de restaurantes y hoteles (refleja la salida de paraguayos al extranjero con una merma importante por las restricciones de circulación impuestas por la crisis sanitaria).

De esta manera, las exportaciones netas fueron el componente que más contribución tuvo en el incremento del PIB del cuarto trimestre de 2020 (3,9 p.p.). De forma contraria, la demanda interna registró una incidencia de -2,8

Gráfico III.8
Empleo por categoría ocupacional

Cambio interanual, miles de personas

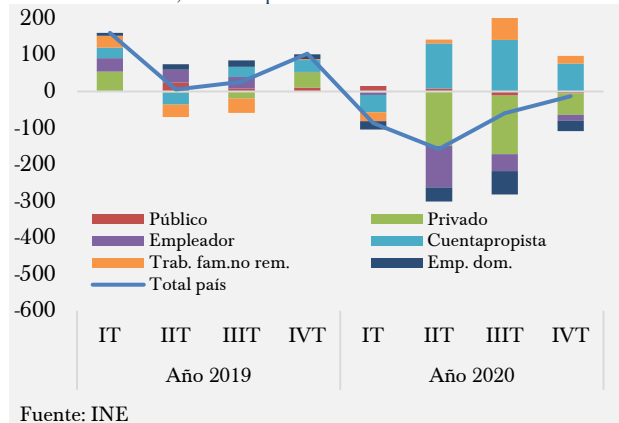
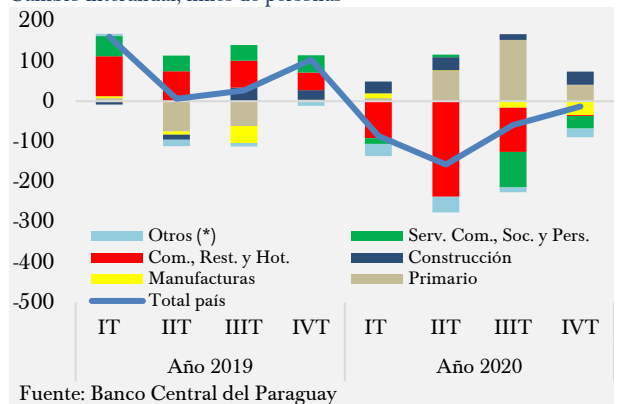


Gráfico III.9
Empleo por sectores económicos

Cambio interanual, miles de personas



p.p., principalmente debido a la FBC (-2,7 p.p.) y al consumo total (-0,1 p.p.).

Finalmente, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) registró una contracción importante en enero, principalmente por los resultados de los servicios, las manufacturas y la generación de energía eléctrica. No obstante, este indicador revirtió su comportamiento en el mes de febrero. En los primeros dos meses del año, la variación mensual promedio del IMAEP desestacionalizado fue 0,6%. En términos interanuales la media de la variación del indicador fue -3,1%, explicada en parte por la alta base de comparación (pre-pandemia). Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC), por primera vez durante la pandemia, superó la barrera neutral en el mes de febrero. Sin embargo, dado el recrudescimiento de la crisis sanitaria en Paraguay y las repercusiones en otros ámbitos, el índice se moderó nuevamente en marzo.

Hacia adelante, las buenas perspectivas para el sector agrícola, especialmente en términos de precios, como así también los mejores pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Paraguay, son factores que influirían positivamente en la dinámica de la economía local y que, amortiguarían el impacto de la emergencia sanitaria sobre la economía agregada.

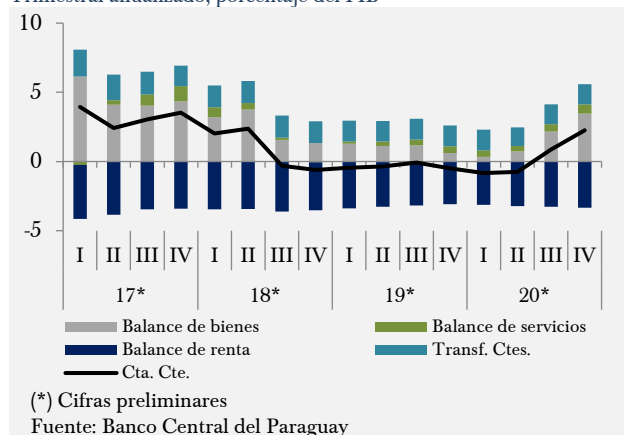
Mercado laboral

A la par de los mejores números de actividad económica, el empleo también se ha ido recuperando a partir de la segunda mitad del 2020. En el segundo trimestre, el empleo se había reducido en 157.418, especialmente en la categoría de asalariados del sector privado (-148.415) y empleador o patrón (-113.814), mientras que el empleo doméstico se contrajo en 38.620. Estas caídas fueron contrarrestadas parcialmente por el aumento del empleo por cuenta propia (123.411) y del trabajo familiar no remunerado (10.955). En el tercer trimestre, la contracción del empleo fue menor (-59.153), explicada principalmente por el aumento en la categoría trabajador familiar no remunerado y una menor caída anual en la agrupación de empleador o patrón.

En el último trimestre del 2020, el empleo logró ubicarse en niveles más cercanos al periodo pre-pandemia (cuarto trimestre del 2019), con una caída anual cercana a 12.721. Se destaca la recuperación (retracción anual menor) del empleo

Gráfico III.10
Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



asalariado privado, empleador o patrón y empleado doméstico (gráfico III.8).

Desde la perspectiva sectorial, el empleo en el sector primario y en la construcción han contribuido a mitigar el impacto del *shock* negativo sobre el empleo en comercio, restaurantes y hoteles y en servicios comunales, sociales y personales en el tercer trimestre. En la última parte del año, resalta la recuperación importante del empleo en el sector servicios (menor contracción), aunque contenida por una caída mayor de la ocupación en las industrias manufactureras (gráfico III.9).

En términos de tasas, el empleo experimentó una variación interanual de -4,8% en el segundo trimestre, -1,8% en el siguiente y cerró el año con -0,4%.

Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2019*	2020*	2021 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	-222,4	784,4	1.081,4
Balanza Comercial	210,6	1.231,7	1.461,8
Exportaciones	12.123,4	10.960,8	12.563,2
Importaciones	-11.912,8	-9.729,2	-11.101,4
Servicios	186,9	239,7	210,5
Renta	-1.197,1	-1.210,3	-1.108,8
Transferencia Corriente	577,3	523,2	518,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,6	2,2	3,0

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Cuenta Corriente³

El saldo de la cuenta corriente de 2020 experimentó un leve ajuste a la baja con respecto a lo presentado en el informe anterior (de 2,3% a 2,2% del PIB), explicado principalmente por un menor saldo de la balanza comercial, el cual fue contrarrestado, en gran medida, por la corrección al alza en la balanza de servicios.

Con respecto al 2021, se prevé una mejora de las exportaciones (en valores) de materias primas, principalmente debido al aumento significativo de los precios de los *commodities*, dado que, en términos de volumen, se prevé una contracción de los envíos de estos productos, en línea con la menor producción agrícola prevista para el año. Teniendo en cuenta que los precios internacionales han seguido repuntando, se asumió también mayores niveles de precios de exportación con relación a lo que se había supuesto en el informe anterior. Por otra parte, es importante apuntar que, la expansión estimada para las reexportaciones se corrigió a la baja, incorporando los riesgos que todavía persisten en cuanto a la situación epidemiológica en el Brasil y que en los últimos meses motivó a las autoridades sanitarias del vecino país -particularmente de Foz de Iguazú- a decretar nuevas medidas restrictivas a la movilidad. Aun así, el crecimiento

³ En el marco del fortalecimiento de las Estadísticas del Sector Externo, los datos de la serie han sido revisados y actualizados conforme al Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI: www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-1131

Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central

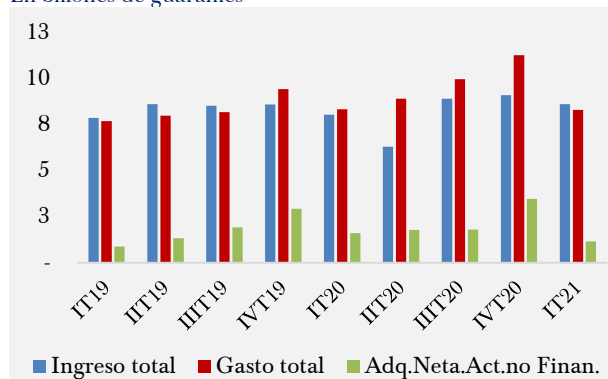
En miles de millones de guaraníes

	Mar. 2020	Mar. 2021	Variación (%)
Ingreso total recaudado	8.055	8.620	7,0%
Ingresos tributarios	5.348	5.695	6,5%
Contrib. sociales	759	910	20,0%
Donaciones	309	415	34,4%
Otros ingresos	1.641	1.600	-2,5%
Gasto total obligado	8.336	8.311	-0,3%
Remuneración a los empleados	3.938	3.996	1,5%
Uso de bienes y servicios	858	715	-16,7%
Intereses	785	829	5,6%
Donaciones	974	938	-3,7%
Prestaciones sociales	1.462	1.522	4,1%
Otros gastos	319	312	-2,2%
Balance operativo	-280	309	
Adquisición neta de activos no financieros	1.609	1.157	-28,1%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1.889	-849	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico II.11
Ingresos y Gastos – Administración Central

En billones de guaraníes



Fuente: Ministerio de Hacienda

previsto de las exportaciones se elevó de 10% (IPoM diciembre 2020) a 15% en este informe.

En relación a las importaciones, se mantienen las expectativas de una recuperación, sustentada fundamentalmente en el repunte esperado de la demanda interna. Se prevé un incremento de las importaciones para uso interno, tanto de bienes de consumo como de capital, los cuales puede verse favorecidos por la mejora de los términos de intercambio, como así también por las menores presiones observadas sobre el tipo de cambio local. No obstante, lo señalado previamente respecto a las reexportaciones, incidió en una corrección a la baja del crecimiento esperado para las importaciones bajo el régimen de turismo. Así, la tasa de variación de las importaciones totales se moderó desde 18% (IPoM diciembre 2020) a 14% en el presente informe.

Teniendo en cuenta el cambio positivo en las exportaciones y al ajuste a la baja en las importaciones, la previsión del saldo de la balanza comercial se revisó de USD 764,3 millones a USD 1.461,8 millones que finalmente también se tradujo en una corrección al alza importante del saldo de la cuenta corriente, de USD 398,8 millones (1,1% del PIB) a 1.081,4 millones (3,0% del PIB).

Finanzas públicas

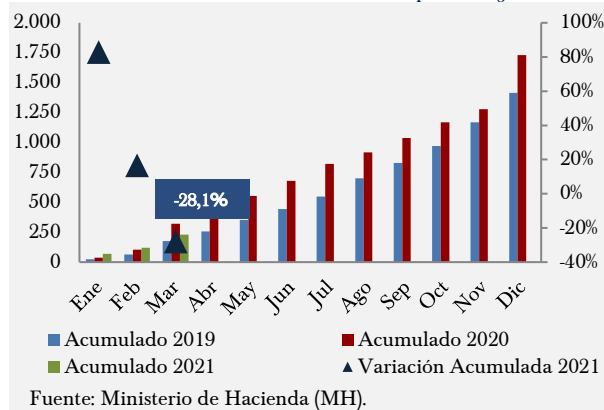
Los ingresos totales recaudados a marzo ascendieron a 8,6 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado del 7% comparado con el acumulado del mismo periodo del año anterior. Este resultado se debe principalmente a un aumento del 6,5% de las recaudaciones de los ingresos tributarios, los cuales han venido mostrando un dinamismo positivo en el periodo señalado, en línea con la gradual recuperación en los niveles de actividad económica. Así, en el mes de marzo, los ingresos tributarios verificaron un incremento interanual de 17,6%, en el que se destaca las recaudaciones en concepto del Impuesto del Valor Agregado (IVA), que ha mostrado variaciones positivas tanto en la Dirección Nacional de Aduanas (DNA) y la Secretaría de Estado de Tributación (SET) de 21,3% y 12,6%, respectivamente, de conformidad a los datos del Ministerio de Hacienda.

Además, se han registrado incrementos en las contribuciones sociales en 20% y donaciones en 34,4% acumulados a marzo 2021 en comparación al mismo periodo del año anterior. Por

Gráfico II.12

Inversión física de la Administración Central

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



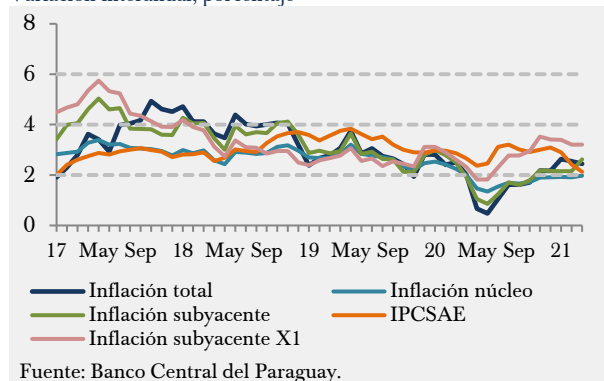
su parte, se constató una disminución del 2,5% en otros ingresos, a pesar de los mayores ingresos provenientes de regalías y compensaciones de las binacionales, incluidas en este rubro (Tabla III.4).

Por otro lado, el gasto obligado a marzo totalizó 8,3 billones de guaraníes, lo que representa una reducción de 0,3% respecto al acumulado a marzo de 2020. Este comportamiento se debió principalmente a una disminución del concepto uso de bienes y servicios en 16,7%. Por otro lado, en el mismo periodo, aumentaron los gastos en remuneración a los empleados en 1,5%, debido principalmente al pago de personal contratado del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social (MSPBS), en prestaciones sociales en 4,1%, por el aumento de los programas como Tekopora y Adultos Mayores y las pensiones y, el pago de intereses se incrementó en 5,6%. Por otro lado, en el mismo periodo disminuyeron los gastos en concepto de Donaciones en 3,7% y, en otros gastos en 2,2%.

Gráfico III.13

Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje



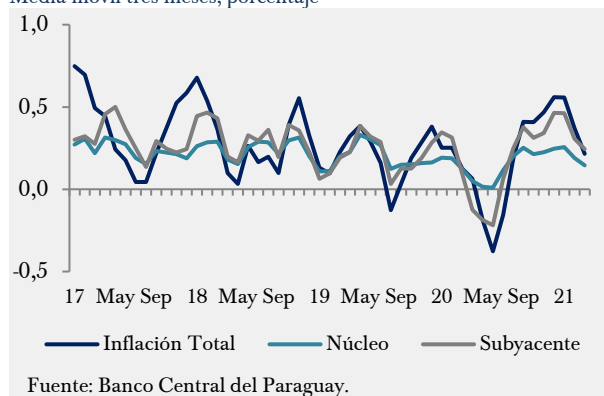
La Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró una disminución del 28,1% con respecto al acumulado a marzo del 2020.

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento neto) de 0,8 billones de guaraníes a marzo del presente año, equivalente a un resultado fiscal de -0,3% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -5,4% del PIB.

Gráfico III.14

Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje



Evolución de los precios

La evolución de la inflación, con respecto al último IPoM, ha mostrado una trayectoria ascendente, tanto en el índice general como en los indicadores núcleo y subyacente. El resultado de la inflación del primer trimestre estuvo caracterizado principalmente por incrementos en los precios de los alimentos, de los servicios de educación y de los combustibles. No obstante, se destacaron las disminuciones de precios observadas en los bienes durables, debido a la apreciación del guaraní con relación a la moneda norteamericana verificada en el periodo.

En el mes de marzo del año 2021, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación interanual de 2,4%, superior a la observada en diciembre de 2020, de 2,2% (gráfico

Gráfico III.15
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

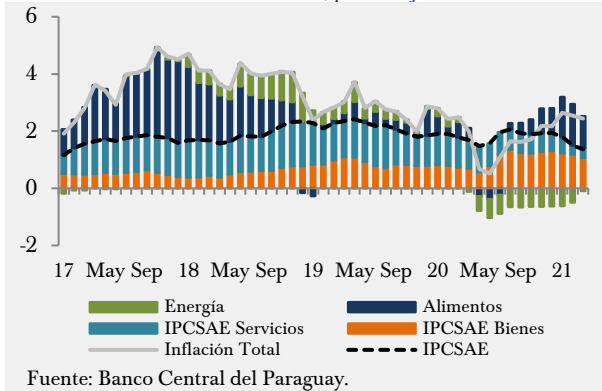


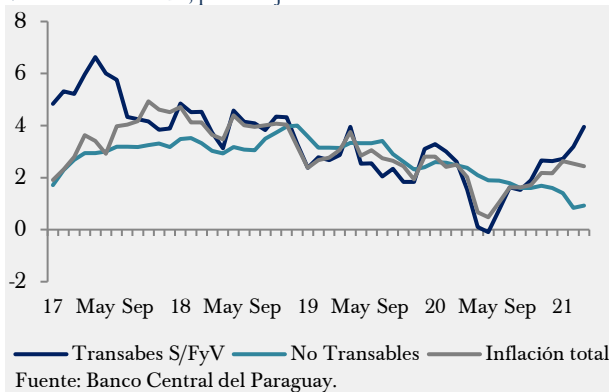
Gráfico III.16
Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje



Gráfico III.17
Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



III.13). El promedio entre enero y marzo se situó en 2,5%, por encima del 2% verificado en el cuarto trimestre del 2020, pero levemente inferior al promedio observado en el primer trimestre del año pasado, de 2,6%.

Por su parte, en el lapso enero-marzo del 2021, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que además de frutas y verduras, excluye a los servicios tarifados y a los combustibles), promediaron tasas interanuales de 2,3% y 3,3%, respectivamente, en comparación a las tasas de 2% y 3,3% observadas en el trimestre anterior, respectivamente. La inflación núcleo, por su parte, mostró una tasa inferior a la inflación total, promediando una tasa interanual de 1,9% (1,8% en el cuarto trimestre del 2020) (gráfico III.13).

Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió, en el trimestre enero-marzo, una tasa del 0,2%, menor al 0,6% registrado entre octubre y diciembre del 2020, pero levemente superior a la tasa verificada en el primer trimestre del año pasado (0,1%). La inflación núcleo y la subyacente, por su parte, promediaron, en mismo lapso, tasas mensuales de 0,1% y 0,2%, respectivamente, inferiores a las registradas entre octubre y diciembre de 2020, del 0,2% y 0,5%, respectivamente (gráfico III.13).

El IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el primer periodo (enero-marzo) promedió una tasa de variación interanual de 2,5%, inferior al promedio registrado en el último trimestre del 2020, de 3% (gráfico III.15).

El comportamiento del IPCSAE estuvo principalmente explicado por la desaceleración observada en el IPCSAE servicios, cuya tasa de variación interanual en promedio descendió del 1,7% en el cuarto trimestre del año pasado a 1,1% en el periodo de referencia actual. Este comportamiento se debió a la reducción de precios de los servicios más afectados por los altos niveles de contagio por COVID-19 registrados durante el periodo, como los paquetes turísticos y los servicios de alojamiento. Además, mostraron un crecimiento, pero menor a lo observado años anteriores, los servicios de educación, de alimentación fuera del hogar y de transporte escolar, los cuales fueron parcialmente compensados por los aumentos en los precios de ciertos servicios de la salud y domésticos (gráfico III.15).

Gráfico III.18
Inflación de bienes transables y no transables
 Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

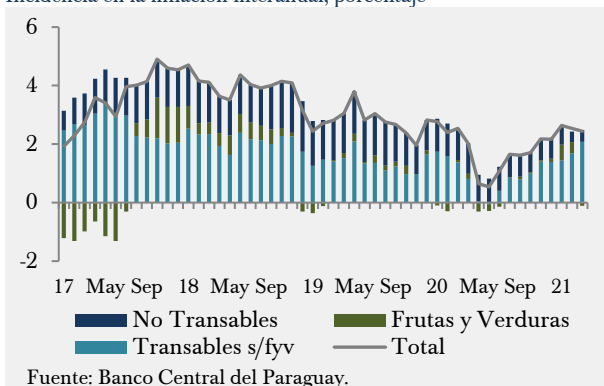


Gráfico III.19
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
 Variación interanual, porcentaje

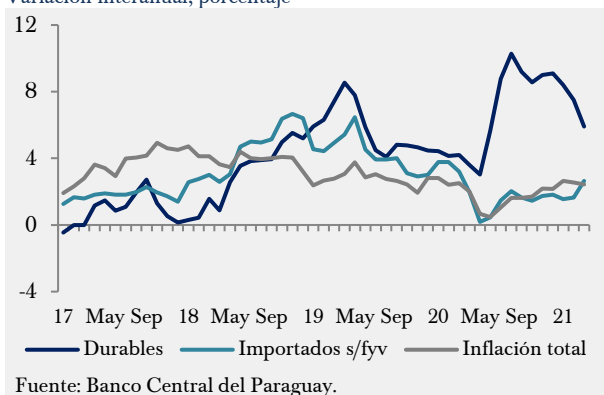
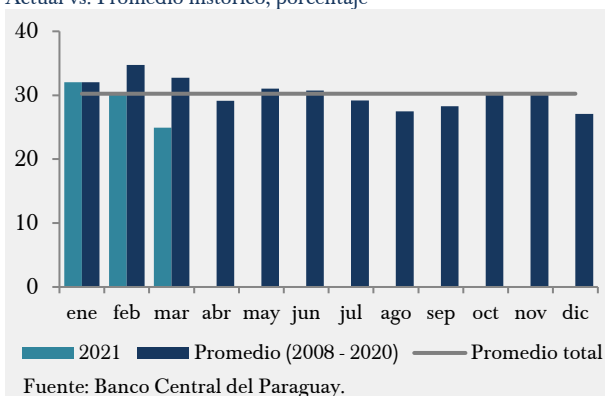


Gráfico III.20
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
 Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



Por su parte, el IPCSAE bienes también mostró una moderación en términos interanuales, pasando de una tasa promedio de 4,9% en el último trimestre del año anterior a una tasa del 4,5% durante el periodo de referencia actual. En este segmento, se subraya la disminución de precios en gran parte de este periodo de aquellos bienes de origen importado, cuyo comportamiento estuvo estrechamente relacionado con la evolución del tipo de cambio respecto al dólar estadounidense (gráfico III.15).

En cuanto a los alimentos, la variación interanual promedio del primer trimestre del año fue de 5,1%, por encima del 2,9% apuntado durante el trimestre comprendido entre octubre y diciembre del año anterior. Entre estos bienes se destacaron, por un lado, las subas de los precios de las carnes de cerdo, de aves y de los aceites, como consecuencia del aumento de precios de los *commodities* utilizados como insumo en esas industrias y, por el otro, los incrementos en los precios de los productos lácteos, los quesos y los huevos, estrechamente relacionados a las festividades religiosas de nuestro país que este año tuvieron lugar en el trimestre de referencia. No obstante, estos aumentos fueron parcialmente atenuados por las desaceleraciones de precios en las hortalizas y en la carne vacuna, esta última explicada por una mayor oferta local del producto en el mercado (gráfico III.15).

En referencia al comportamiento de los precios de energía, durante el periodo se verificó un aumento en los precios de los combustibles, como consecuencia del aumento en las cotizaciones del petróleo a nivel internacional. No obstante, a pesar de estos aumentos, los niveles de precios de estos productos aún se encontraron por debajo de los observados en el mismo periodo del año anterior (gráfico III.15).

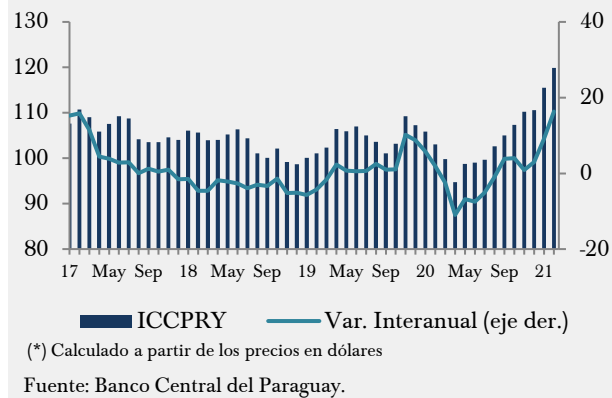
Por otro lado, entre los meses de enero y marzo, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -0,8%, menor al -0,6% observado en el cuarto trimestre del año 2020. En contraste, los bienes libres registraron, en el mismo periodo, una tasa interanual promedio de 2,9%, superior al 2,3% registrado en el último trimestre del 2020 (gráfico III.16).

Los bienes transables (sin frutas ni verduras) también registraron aumentos de precios, pasando de una tasa interanual promedio de 2,4% en el trimestre octubre-diciembre del 2020 a una tasa de 3,3% en el primer trimestre del año 2021. Así, se destacaron principalmente las subas

Gráfico III.21

Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (*)

Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



apuntadas en los alimentos, combustibles y productos farmacéuticos. Por otra parte, los bienes y servicios no transables pasaron de una tasa interanual promedio del 1,6% en el cuarto trimestre del 2020 a una tasa del 1,1% en el primer trimestre del corriente. Esta desaceleración se debió a las disminuciones observadas en los servicios de hotelería, a los paquetes turísticos y a ciertos servicios de entretenimiento (gráfico III.17) (gráfico III.18).

De la misma manera, en el periodo de referencia, los bienes duraderos de origen importado mostraron disminuciones de precios durante el periodo, debido principalmente a la apreciación del tipo de cambio nominal observada durante gran parte primer cuarto. Esto se reflejó en una variación interanual menor a la observada en el IPoM anterior. Sin embargo, la inflación de los bienes importados en su conjunto, experimentó un aumento, explicado principalmente por la menor caída interanual de los precios de los combustibles derivados del petróleo (gráfico III.19).

Con respecto a la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4,0% anual), la misma promedió en este periodo 29,1%, inferior al promedio del trimestre octubre-diciembre del año 2020 (29,5%), y también menor al promedio histórico total de 32,7% (gráfico III.20).

En relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), este indicador registró en el mes de febrero una variación mensual del 3,8%, superior a la variación promedio mensual observada en el último trimestre del año pasado (2,5%). Este resultado estuvo explicado principalmente por los incrementos en los precios internacionales del maíz, trigo, arroz, carnes, azúcar y café. La variación interanual de febrero, por su parte, fue 16,3%, por encima del 2,6% obtenido entre octubre y diciembre del año 2020 (gráfico III.21).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de marzo, se ubican en 3,3% para el cierre del año 2021. Para el 2022, los agentes estiman una inflación de 3,9% mientras que para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los mismos esperan una tasa de inflación del 4% anual, coherente con el objetivo de inflación establecido por el 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		
	2020	2021	2020	2021	2022
Mundo	-3,8	5,2	-3,5	5,6	4,1
EE UU	-3,5	3,9	-3,5	5,7	4,0
Eurozona	-7,4	4,6	-6,6	4,2	4,2
China	2,0	8,2	2,3	8,5	5,5
Brasil	-4,7	3,5	-4,1	3,5	2,4
Argentina	-11,5	4,5	-9,9	6,0	2,5
Socios comerciales	-6,9	3,8	-6,0	5,0	3,0
Socios Mercosur	-8,0	4,0	-6,9	4,8	2,5

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de diciembre, el pronóstico de crecimiento de la economía mundial ha sido revisado al alza, ante ajustes positivos en varias de las principales economías, incluyendo a Estados Unidos, China y Argentina. Las previsiones de crecimiento económico mundial para 2021 se ubican en 5,6% anual, aumentando 0,4 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a las perspectivas para 2022, se espera un crecimiento anual de 4,1%.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2021 mejoraron desde el último IPoM, pasando de 3,9% a 5,7%, señalando una mayor recuperación a la prevista. Para el año 2022, se espera una tasa de variación anual del 4,0%.

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2021 se redujo 0,4 p.p., situándose en 4,2%, indicando así una recuperación inferior a la reportada en el IPoM anterior. Para el próximo año se proyecta un crecimiento del PIB del 4,2% anual. En China, la estimación de crecimiento para el año corriente fue revisada en 0,3 p.p., situándose actualmente en 8,5% anual, con lo cual la recuperación sería mayor a lo anticipado. Para 2022 se prevé una tasa de crecimiento del 5,5%.

En cuanto a las economías de la región más relevantes para la economía paraguaya, las proyecciones de crecimiento respecto a lo indicado en el IPoM de diciembre presentaron ajustes mixtos. Para Brasil, se estima un crecimiento del PIB del 3,5% anual en 2021, manteniéndose sin variación respecto al último informe. Sin embargo, para Argentina se elevó la proyección de 4,5% a 6,0% de crecimiento en 2021. Para 2022, se esperan variaciones positivas para ambos países, de 2,4% para Brasil y de 2,5% para Argentina.

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur mejoraron para 2021, situándose en 4,8% (4,0% en el informe anterior), mientras que, para 2022 se estima

un crecimiento del PIB de los socios del Mercosur de 2,5% interanual.

Las estimaciones de crecimiento económico para los socios comerciales de Paraguay también se ubican por encima de las previstas en el IPoM anterior. Para 2021 las previsiones de crecimiento pasaron de 3,8% a 5,0% y para 2022 se ubican en 3,0% anual.

En cuanto al nivel de precios medido por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), en Estados Unidos se han elevado las proyecciones de inflación. Conforme a estimaciones de *Consensus Forecasts* se espera una tasa de inflación anual de 2,6% para 2021, cifra superior a las proyecciones de diciembre (2,0%). Para 2022, se prevé una tasa de inflación de 2,3%. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 1,9% en 2021 (1,8% en el IPoM anterior) y en 2,1% para 2022. En la Eurozona, también se incrementaron las perspectivas de inflación. La inflación anual prevista para 2021 pasó de 0,9% en el IPoM anterior a 1,6% en marzo. Para 2022, la proyección de la inflación se ubica en 1,3% anual.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2021 y 2022. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 46,5%, por debajo del 47,9%, reportado en el IPoM anterior, mientras que el próximo año se reduciría a 41,3% anual. Para Brasil, aumentaron significativamente las perspectivas de inflación para 2021 pasando de una tasa de 3,4% a 4,8% anual y para 2022 se proyecta una inflación anual de 3,8%.

Por otra parte, se espera que el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses sea en promedio 0,1% anual en 2021, al igual que en el informe anterior y de 0,2% en 2022. A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 1,8% para 2021, superior al 1,1% esperado en el informe anterior y de 2,1% para 2022.

En Paraguay, el pronóstico de crecimiento se redujo de 4% a 3,5%, afectado principalmente por el recrudescimiento de la crisis sanitaria y el avance en la inmunización de la población más lento a lo previsto en el informe anterior. El aumento significativo en el número de contagiados por COVID-19 y el mínimo progreso de la vacunación han

Tabla IV.2
Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2021(i)
Sector Primario	7,1	-2,0	-0,2
Agricultura	9,1	-5,0	-0,4
Ganadería	4,7	8,5	0,2
Forestal, Pesca y Minería	-4,3	0,0	0,0
Sector Secundario	1,7	5,1	1,7
Manufactura	-0,5	5,9	1,1
Construcción	12,6	5,5	0,4
Electricidad y Agua	-1,8	2,5	0,2
Sector Terciario	-3,3	3,7	1,8
Gobierno General	5,2	1,5	0,1
Comercio	-7,8	8,0	0,8
Otros Servicios ⁴	-4,4	3,0	0,8
Impuestos	-3,9	3,8	0,3
PIB a precios de mercado	-0,6	3,5	3,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,4	4,5	

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección, (i) Incidencia

Tabla IV.3
Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2020	2021 (f)
PIB	-0,6	3,5
Demanda Interna	-2,7	3,7
Formación bruta de capital	-4,5	5,9
Formación bruta de capital fijo	6,3	6,6
Consumo total	-2,2	3,1
Consumo privado	-3,5	3,4
Consumo público	5,2	1,5
Exportaciones de bienes y servicios	-10,2	9,8
Importaciones de bienes y servicios	-17,0	11,3
Cuenta corriente (% del PIB)	2,2	3,0
FBKF (% del PIB nominal)	20,1	20,6

Fuente: Banco Central del Paraguay

(f) Proyección

amplificado la incertidumbre con relación al dinamismo futuro de la economía, en especial del sector servicios. No obstante, las buenas perspectivas para el sector agropecuario (especialmente la ganadería y los buenos precios internacionales de la soja), el panorama externo favorable, la vigencia de las medidas expansivas y la adaptación de las empresas a las nuevas formas de trabajo, incidirán positivamente en el desempeño económico. Desde el enfoque de la oferta, la revisión del crecimiento se debió especialmente a la corrección en servicios de 5% a 3,7%, debido a los cambios en gobierno general, comercio y otros servicios (hoteles y restaurantes, servicios a los hogares y servicios a las empresas). En el sector secundario, la proyección se redujo levemente de 5,2% a 5,1%, por una corrección a la baja en electricidad y agua, aunque fue contrarrestada parcialmente por una mejora en las previsiones para construcción. En cuanto al sector primario se espera una variación de -2,0% (-3,5% en el anterior informe) por la expectativa de menor caída de la agricultura y una expansión mayor de la ganadería. Por el lado del gasto, se prevé un menor crecimiento del consumo (privado y público) y de la inversión. Por su parte, si bien se sigue previendo una expansión, las tasas de variación para las exportaciones y las importaciones se han ajustado a la baja, con respecto al IPoM de diciembre (tabla IV.2 y tabla IV.3).

Las proyecciones de inflación se redujeron levemente de 3,9% a 3,8%, en línea con la menor dinámica prevista para la actividad económica. La inflación en el primer trimestre, si bien aumentó con relación al periodo previo, se ha ubicado por debajo de lo previsto en el informe anterior. Adicionalmente, el agravamiento de la crisis sanitaria significó una revisión a la baja en la trayectoria esperada de la actividad económica, que se tradujo en una brecha del producto que se mantendría más abierta con respecto a lo que asumió en el IPoM anterior. Finalmente, los supuestos sobre el nivel del tipo de cambio se han moderado, considerando la evolución reciente y las buenas perspectivas en términos de ingresos por exportaciones. Teniendo en cuenta los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación

⁴ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

	2020	2021(f)	2022(f)	2023(f)
Inflación IPC promedio (*)	2,0	3,8	3,9	
Inflación IPC diciembre (**)	2,2	3,8	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,0	3,8	3,9	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,2	3,8	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

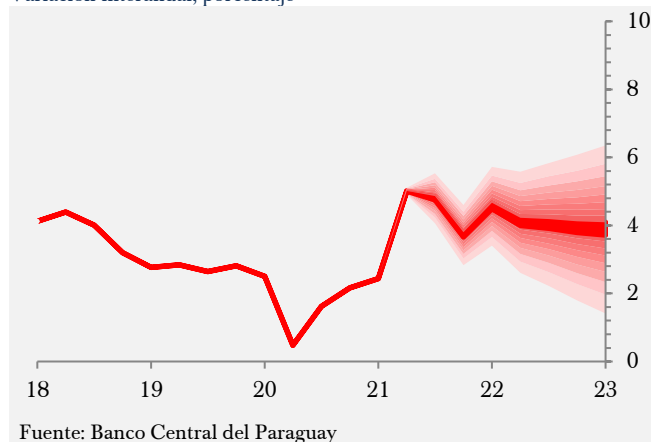
(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2023.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico IV.1
Proyección de inflación total
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

repuntaría en el segundo trimestre -en gran medida explicada por la baja base de comparación-, para luego ir convergiendo hacia el 4% a partir del último trimestre, nivel en torno al cual se mantendría hasta el horizonte relevante para la política monetaria (tabla IV.4 y gráfico IV.1).

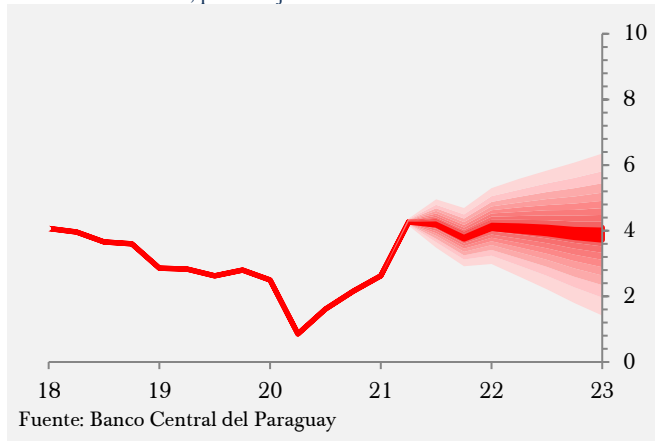
Escenarios de Riesgo

En el ámbito internacional, se espera un mayor crecimiento de la economía mundial para 2021 y para 2022. Sin embargo, persiste la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, dado que dependen crucialmente de la contención de la crisis sanitaria. Si bien se han observado avances importantes en los procesos de inmunización de la población, la aparición de nuevas variantes del coronavirus (SARS-CoV2) que reduzcan la eficacia de las vacunas o los retrasos en la inoculación por dudas sobre las reacciones adversas son factores que pueden prolongar la pandemia y, en consecuencia, influir negativamente en el ritmo de recuperación de la economía global. En contrapartida, una aceleración en la producción y distribución de las vacunas podría motivar una corrección al alza en los pronósticos de crecimiento actuales.

Una mayor duración de la crisis sanitaria reduciría aún más el espacio fiscal de los países para implementar medidas contracíclicas que contribuyan a mitigar los efectos económicos adversos de la crisis. Para los países emergentes y en desarrollo, que se encuentran más limitados para dar respuestas de políticas económicas, ello representa un mayor riesgo a la baja en las perspectivas. Este es el caso de algunos países de la región, cuya situación fiscal se encuentra deteriorada e incluso enfrentando mayores presiones inflacionarias, limitando con ello la capacidad de mantener por más tiempo políticas monetarias expansivas.

Los precios de los commodities alimenticios y energéticos han aumentado en meses recientes, generando presiones sobre los precios domésticos de los países. En el caso del petróleo, su precio ha oscilado en función a la evolución de la pandemia y a la imposición de medidas restrictivas a la circulación. En ese sentido, si el proceso de inmunización avanza a ritmo mayor a lo esperado y se flexibilizan aún más las restricciones a la circulación, los

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



precios del crudo pueden aumentar más de lo previsto. En el mismo sentido, la suba de los precios de los alimentos a nivel internacional también ha estado ejerciendo presión sobre los precios internos. Una recuperación más rápida de la economía global puede mantener los precios de los alimentos y del petróleo en un nivel elevado. Adicionalmente, factores como las interrupciones en la logística del transporte de los mismos podrían provocar un mayor incremento de precios. En el caso de Paraguay, dado que es un país exportador de materias primas, los altos precios de *commodities* pueden contribuir a moderar las presiones sobre la moneda, amortiguando por esta vía el traspaso a los precios locales (Recuadro I).

En cuanto a los mercados financieros, los principales bancos centrales del mundo han seguido con una política monetaria inusualmente acomodaticia. En particular, la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos ha anunciado que mantendría este perfil laxo por un largo periodo, incluso si la inflación superara la meta del 2%. Sin embargo, en el periodo reciente se ha observado una escalada de los rendimientos de bonos del tesoro, la cual estaría asociada a mejores perspectivas de recuperación y, en consecuencia, a mayores expectativas inflacionarias. En ese sentido, el riesgo se deriva de la percepción por parte de los agentes económicos de un ajuste de las tasas de interés de los bancos centrales antes de lo previsto, especialmente de la Fed. Para los países emergentes y en desarrollo, un escenario como este implicaría mayores costos de financiamiento, salida de capitales y presión sobre sus monedas.

Por su parte, en la región, las autoridades monetarias de Brasil consideraron necesario iniciar su proceso de retiro gradual de estímulos monetarios, de manera más anticipada a lo anunciado en agosto, debido al aumento sostenido de la inflación en los últimos meses. Además, las cuentas fiscales se encuentran limitadas, con niveles significativos de deuda. En Argentina, si bien ha habido avances en la reestructuración de su deuda, su situación fiscal continúa compleja y la inflación también ha repuntado en el periodo reciente. Ante el menor espacio para implementar políticas contracíclicas, un empeoramiento de la crisis sanitaria podría empeorar las perspectivas para ambas economías. A su vez, esto podría afectar la percepción de riesgo de la región, lo que

alentaría la salida de capitales y la depreciación de las monedas.

En el contexto doméstico, el riesgo derivado de la pandemia de COVID-19 se ha intensificado en meses recientes. El ritmo de contagios se ha incrementado significativamente, provocando el desborde del sistema de salud, lo que impulsó a las autoridades sanitarias a reimponer transitoriamente medidas restrictivas a la circulación y a actividades que implican contacto social. No obstante, dado que el número contagiados y de hospitalizados se mantienen en niveles elevados, no se descartan nuevas medidas de confinamiento en los próximos meses, aunque nuevamente serían por periodos cortos. En ese sentido, el recrudecimiento de la crisis sanitaria y el lento avance en el proceso de vacunación, son factores de riesgo a la baja para la demanda, la actividad económica y la inflación, especialmente del sector servicios. Como se detalla en el Recuadro I, la inflación total se ha mantenido contenida en niveles bajos, especialmente por la desaceleración en el ritmo de aumento de los precios de los servicios.

Por otra parte, el clima ha tenido un comportamiento favorable, mejor a lo esperado al comienzo de la zafra sojera y los precios han repuntado con fuerza en los últimos meses. Si bien el volumen de producción sería menor al del año anterior, la contracción será menos pronunciada, con relación a lo que hubiese sido bajo unas condiciones climáticas más adversas durante la siembra. Adicionalmente, los precios han repuntado con fuerza en los últimos meses, contribuyendo a la mejora de los términos de intercambio. En la medida que los buenos resultados del sector agrícola permeen hacia los sectores vinculados e impulsen la demanda interna (consumo e inversión), los efectos negativos de la crisis sanitaria sobre la actividad económica agregada podrían ir mitigándose en los próximos meses. Aún en este escenario, la recuperación seguirá siendo desigual, considerando que el sector servicios continuará limitado por la pandemia. Por ello, el gran reto que debe afrontarse decididamente en el corto plazo para afianzar las perspectivas económicas de los diversos sectores guarda relación con la aceleración en el ritmo de inmunización de la población.

Recuadro I: Análisis de la evolución reciente de la inflación en Paraguay

Introducción

La inflación en Paraguay se ha mantenido baja desde el 2019, coherente con el debilitamiento de la actividad económica y de la demanda. En el 2019, la economía paraguaya fue afectada severamente por choques de oferta (climáticos) y, en menor medida, por el deterioro del contexto internacional. Por su parte, en el 2020, la pandemia de COVID-19 interrumpió abruptamente la recuperación económica que estaba en marcha hasta los primeros meses del año. Consecuente con este escenario de retracción de la actividad económica, la inflación se ubicó de manera persistente por debajo de la meta de inflación de mediano plazo (4,0%).

Para el año 2021, la proyección de crecimiento fue corregida de 4% a 3,5%. No obstante, sigue rodeada de un alto grado de incertidumbre. La reciente agudización de la crisis sanitaria y sus derivaciones en el ámbito social y político, han amplificado la incertidumbre, lo cual representa un factor de riesgo a la baja para la actividad económica. No obstante, las buenas perspectivas para el sector agrícola (especialmente en términos de precios) y del escenario externo incidirán positivamente en el desempeño económico. En este contexto, la inflación ha permanecido en niveles bajos en el primer trimestre, con una tasa interanual promedio de 2,5%. Sin embargo, la inquietud actual guarda relación con el aumento de los precios de los *commodities* a nivel internacional que, si bien contribuirá positivamente a la actividad económica, puede también representar una fuente de presiones inflacionarias.

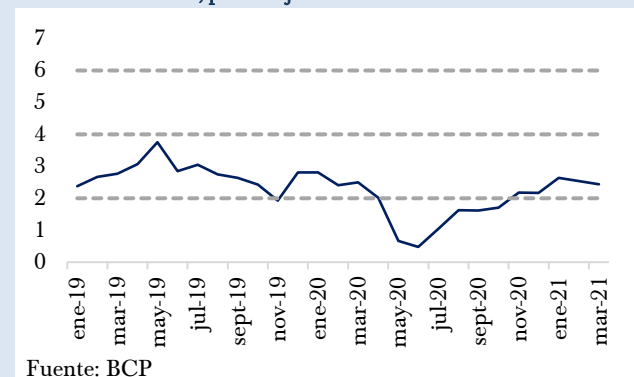
En este apartado se presenta un análisis de la evolución reciente de la inflación, a partir de una mirada más focalizada en los componentes de la canasta del IPC, especialmente en los precios de los alimentos y de los servicios. Al final se presenta una breve reflexión con relación a la respuesta adecuada de la política monetaria ante los *shocks* de precios internacionales de *commodities*.

Comportamiento de la inflación total

La última vez que la inflación interanual se ubicó en 4% fue en noviembre de 2018. Posteriormente, el punto más

alto fue en mayo de 2019 cuando se situó en 3,8%. A partir de allí la inflación se ha desacelerado hasta ubicarse en un mínimo de 0,5% en junio de 2020, congruente con el fuerte debilitamiento de la actividad económica, debido especialmente a la imposición de medidas de contención social para evitar la aceleración de los contagios por COVID-19. Una vez que se inició el desconfinamiento escalonado, la actividad económica fue recuperando gradualmente su dinamismo. En ese mismo periodo, la inflación interanual repuntó respecto a la cifra observada en junio, culminando el 2020 con una tasa de 2,2%. Al cierre del primer trimestre del 2021, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 2,4%. La inflación, si bien permanece en niveles bajos con relación al centro de la meta, en los últimos nueve meses ha experimentado un repunte cercano a dos puntos porcentuales (gráfico I).

Gráfico I
Índice de Precios al Consumidor (IPC)
Variación interanual, porcentaje



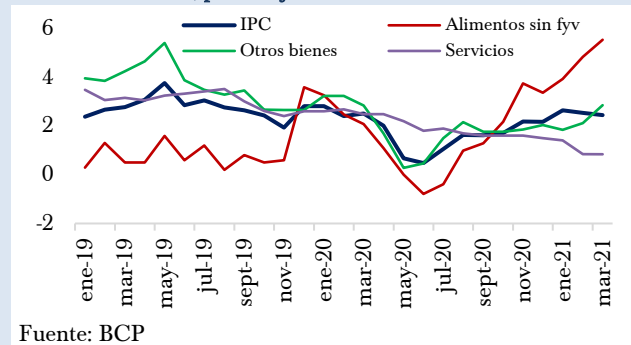
Inflación de alimentos, otros bienes y servicios

La canasta del IPC puede reagruparse en “alimentos”, “otros bienes distintos de alimentos” y “servicios”. Estas sub-canastas tienen un peso de 27%, 32%, y 41%, respectivamente. Como puede notarse en el gráfico II, el reciente repunte de la inflación total se debe en gran parte al mayor incremento de los precios de los alimentos. Por su parte, la inflación de los otros bienes (distintos de alimentos) aumentó con respecto al punto mínimo de mayo de 2020, aunque posteriormente se mantuvo estable hasta el mes de enero del siguiente año. En febrero

y marzo de 2021 se observó nuevamente una suba debido al ajuste de los precios de los combustibles.

Gráfico II

Índice de precios de alimentos, otros bienes y servicios
Variación interanual, porcentaje

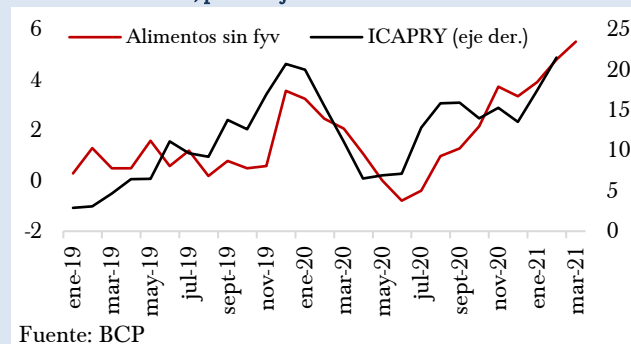


Fuente: BCP

La inflación de alimentos (sin frutas y verduras) se incrementó de -0,8% interanual en junio de 2020 a 5,5% en marzo de 2021. Esta importante aceleración es coincidente con el aumento de los precios de los *commodities* en dicho periodo, lo cual se observa en el Índice de Precios de *Commodities* de Alimentos Paraguay (ICAPRY) (gráfico III). Como se muestra en el recuadro II, los datos sugieren que existe un cierto grado de traspaso de los movimientos en los precios internacionales de materias primas a los precios internos.

Gráfico III

Índice de precio de alimentos e ICAPRY
Variación interanual, porcentaje



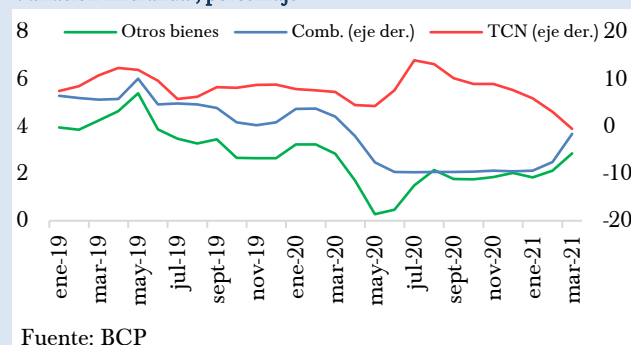
Fuente: BCP

La inflación de “otros bienes” se había frenado con la pandemia, influenciada por la caída significativa del precio del petróleo a nivel internacional que derivó también en una reducción en los precios de los combustibles en el mercado local (gráfico IV). Por tanto, el repunte registrado a partir de julio de 2020 se debió más bien a la depreciación del tipo de cambio, que afectó a los precios de los bienes importados, particularmente de los bienes durables. En la medida en que la depreciación

de la moneda local se ha ido moderando, la inflación de otros bienes se ha estabilizado. En febrero y marzo de 2021, el incremento se explicó fundamentalmente por el ajuste al alza en los precios de los combustibles, a su vez como resultado de la reversión de los precios del petróleo.

Gráfico IV

Índice de precios de otros bienes, combustibles y tipo de cambio
Variación interanual, porcentaje

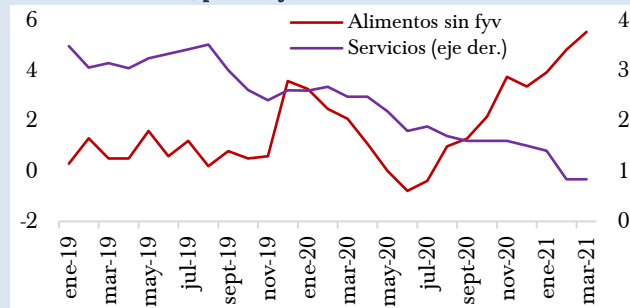


Fuente: BCP

Finalmente, la inflación de servicios, que tienen un peso relevante en la canasta del IPC (41%), se ha desacelerado desde finales del segundo trimestre del 2019, profundizándose durante la pandemia de COVID-19 (gráfico V). La emergencia sanitaria afectó severamente a este sector, debido a que concentra a una gran parte de las actividades que requieren necesariamente de interacción social para su funcionamiento. De esta manera, puede visualizarse que la ralentización en el ritmo de aumento de los precios de los servicios ha sido un factor preponderante para contrarrestar los efectos en la inflación total, derivados del aumento de los precios de los *commodities* registrado en los últimos meses.

Teniendo en cuenta el recrudecimiento de la crisis sanitaria y la reimposición de medidas de restricción a la movilidad y a la interacción social, el sector servicios podría seguir con un desempeño frágil hasta tanto no se avance significativamente en la inmunización de la población. En consecuencia, las presiones inflacionarias derivadas de los servicios pueden seguir contenidas en los próximos meses.

Gráfico V
Índice de precios de alimentos y de servicios
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Precios de *commodities* y política monetaria

La volatilidad de los precios de los *commodities* es una fuente de preocupación constante para los hacedores de política monetaria, especialmente en países emergentes y en desarrollo.

Los *shocks* de los precios de las materias primas pueden tener efectos más acentuados sobre aquellas economías en las cuales los alimentos representan una proporción elevada de la canasta de consumo. Asimismo, en países cuya matriz energética se sustenta en una buena parte en combustibles fósiles, es razonable esperar un impacto más importante de los cambios del precio del petróleo sobre la inflación doméstica. La magnitud y velocidad del traspaso de los precios internacionales a los precios internos también dependen de otros factores, como el grado de anclaje de las expectativas de inflación, de la posición de la economía en el ciclo, del tipo de cambio, entre otros.

Dado que los *shocks* de precios de materias primas están prácticamente fuera del control de las autoridades monetarias y, en muchos casos son choques transitorios, los bancos centrales normalmente gestionan su política monetaria basando su análisis en las medidas subyacentes de la inflación, con el fin de identificar los potenciales riesgos inflacionarios más duraderos.

La reacción de política monetaria ante un *shock* de precios internacionales dependerá crucialmente de la presencia o no de presiones de demanda y de las expectativas de inflación de mediano plazo. En un escenario de i) brecha del producto positiva, ii) expectativas débilmente ancladas, o iii) una inflación efectiva cercana o superior al objetivo, un aumento de precios de *commodities* puede desencadenar efectos de segunda ronda más significativos y, los riesgos de desanclaje de las expectativas son mayores⁵. En este caso, el curso que debe tomar la política monetaria es clara, en el sentido de que el perfil debería tornarse más restrictivo.

Por otra parte, en situaciones en las cuales, la economía transita por una recesión y no se avizoran presiones de demanda, un aumento de los precios de los *commodities* puede traspasarse a los precios domésticos de manera más lenta y en menor magnitud⁶. Además, la debilidad de la demanda interna puede contribuir a moderar los efectos de segunda vuelta sobre otros componentes de la canasta. En la medida que la inflación permanezca baja y las expectativas se encuentren ancladas, el balance de riesgos podría considerarse como en equilibrio y la política monetaria podría mantener un perfil acomodaticio por más tiempo. Sin embargo, si la inflación se encuentra en un nivel cercano o superior a la meta, un *shock* de precios de *commodities* podría desalinearse las expectativas inflacionarias, si estas no están firmemente ancladas. En este contexto, el balance de riesgos es más complejo, dado que las autoridades monetarias se enfrentan al *trade-off* de estabilizar el producto o la inflación.

En el caso de Paraguay, como se ha detallado anteriormente, la inflación de alimentos se ha acelerado desde finales del primer semestre del 2020, a lo que se ha sumado recientemente la suba de los precios de los combustibles. En gran medida, estos aumentos están asociados al incremento de los precios de los *commodities* a nivel internacional. Sin embargo, la inflación de servicios se ha ubicado en mínimos históricos hacia finales del primer trimestre, lo cual es coherente con el debilitamiento de la demanda de este sector durante la pandemia. Así, la inflación total, si bien ha registrado una

⁵ Fondo Monetario Internacional (2011) *Una meta pragmática: Las fluctuaciones de precios de las materias primas y la política monetaria*. Capítulo 3. Perspectivas de la Economía Mundial. Septiembre de 2011.

⁶ Idem. FMI (2011)

trayectoria creciente en los últimos meses, se ha mantenido contenida en niveles por debajo del centro de la meta. Además, las últimas encuestas han revelado que las expectativas de inflación de mediano plazo continúan en línea con la meta de inflación.

Por otro lado, si bien el aumento de los precios de los *commodities* ha ejercido presiones al alza sobre los precios locales, dado que Paraguay también es un exportador de estos productos, la mejora de los precios de exportación contribuye a moderar las presiones sobre el tipo de cambio, con lo cual el traspaso a los precios internos se mitiga en alguna medida.

Teniendo en cuenta el alto grado de incertidumbre que aún persiste, será crucial el monitoreo permanente de la evolución de la actividad económica, de las presiones de demanda, de las proyecciones de inflación en el horizonte de política monetaria y, de las expectativas de los agentes económicos, de tal manera a identificar el momento más oportuno y la estrategia más adecuada para la normalización de las condiciones monetarias.

Recuadro II: Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY)

Introducción

En los últimos meses, los precios de los *commodities* se han incrementado de manera importante en los mercados internacionales. Por un lado, estos aumentos son un factor positivo para la actividad económica de los países exportadores de materias primas como Paraguay, pero al mismo tiempo, pueden representar un factor de riesgo al alza para la inflación. Es por ello que, el monitoreo de los precios de los *commodities* forma parte del análisis que realiza periódicamente el Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco Central del Paraguay (BCP).

Generalmente, en la medida que estos precios internacionales se traspasen a los precios domésticos, generen presión para efectos de segunda vuelta o induzcan un desalineamiento de las expectativas de inflación de los agentes económicos, el banco central tenderá a responder, ajustando el perfil de la política monetaria, para garantizar el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios, traducida en su meta de inflación.

Teniendo en cuenta la importancia de los precios de los *commodities* en el análisis de las perspectivas de inflación, este recuadro tiene el objetivo de presentar la actualización de los ponderadores del Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY) elaborado en el año 2013, como así también evaluar su eficiencia con respecto a otros índices agregados publicados por organismos internacionales.

Metodología del ICCPRY

El primer cálculo del ICCPRY fue presentado en el IPoM del segundo semestre del 2013. La metodología seguida para la construcción del índice es similar a la utilizada por el Banco Central de Brasil para el cálculo del Índice de *Commodities* para dicho país. El objetivo es contribuir a una mejor comprensión del traspaso de los precios de *commodities* a la inflación doméstica. Si bien existen

índices agregados de precios de *commodities* publicados por organismos internacionales, la estructura de ponderadores generalmente está en función a los valores del comercio exterior⁷ y, por lo tanto, pueden no estar reflejando la importancia que tienen estos en la canasta del IPC de un país en particular. A tal fin, podría parecer razonable obtener directamente los pesos de la canasta de consumo, pero esto no es posible debido a que algunos de estos bienes son insumos para la producción y no forman parte de dicha canasta. Un ejemplo es el trigo, que no es parte de la canasta del IPC, pero es un importante insumo para la producción de panificados, pastas y harina, productos que sí forman parte del cálculo de la inflación. Teniendo en cuenta este impedimento, el ICCPRY fue elaborado empleando la metodología de Vectores Autorregresivos (VAR) para estimar los coeficientes de traspaso de cada precio de *commodity* a la inflación doméstica, de modo a establecer luego la estructura de ponderaciones sobre la base de esas estimaciones (coeficientes de traspaso).

El ICCPRY está construido por la agregación de dos subíndices, el Índice de Precios de *Commodities* de Alimentos Paraguay (ICAPRY) y el Índice de Precios de *Commodities* de Energía Paraguay (ICEPRY). De nuevo, los pesos fueron obtenidos a partir de la estimación de modelos VAR para calcular el efecto traspaso de cada subíndice a la inflación (IPC).

El primer paso fue calcular los pesos individuales para la construcción de cada subíndice (alimentos y energía). Para ello, se estimaron modelos VAR y, a partir de las funciones impulso-respuesta, se obtuvieron los coeficientes de traspaso de cada precio de *commodity* al IPC, acumulado en doce meses⁸. Posteriormente, la ponderación se obtuvo dividiendo cada coeficiente de traspaso por la suma de todos los coeficientes de traspaso en cada bloque (alimentos o energía).

⁷ Los pesos utilizados en el Índice de Precio de *Commodities* del Banco Mundial están basados en los valores de exportación (2002-2004) de los países en desarrollo. Los ponderadores del Índice de Precios de *Commodities* del Fondo Monetario Internacional se basan en la participación dentro de las importaciones globales para el periodo 2014-2016.

⁸ Para el subíndice ICA-PRY fueron seleccionados los precios de la carne vacuna, maíz, café, trigo, carne de cerdo, arroz, banana, azúcar, aceite de soja, aceite de girasol. Por su parte, para el subíndice ICE-PRY se seleccionaron los precios del petróleo y del gas natural. Los precios fueron extraídos de la base de datos del FMI, BM, FAO y Bloomberg.

$$w_0^{i,j} = \frac{\phi^{i,j}}{\sum_{i=1}^{n_j} \phi^{i,j}}$$

Donde:

$w_0^{i,j}$ es el peso del *commodity* i , componente del segmento j ($\sum_{i=1}^{n_j} w_0^{i,j} = 1$)

$\phi^{i,j}$ es la respuesta acumulada después de 12 meses de un shock de 1% en el precio del *commodity* i , componente del subíndice de *commodities* j , sobre el IPC.

n_j es el número de *commodities* en el segmento j .

Con estos pesos, se construyeron los dos subíndices, que posteriormente se consolidan en un índice agregado. A su vez, los pesos de estos dos subíndices fueron obtenidos siguiendo la misma metodología de los coeficientes de traspaso.

$$I_m^j = I_{m-1}^j \times \left(\sum_{i=1}^n w_0^{i,j} \times \frac{p_m^{i,j}}{p_{m-1}^{i,j}} \right), I_0^j = 100$$

Donde:

I_m^j es el índice del segmento j (alimentos o energía) en el mes m .

$p_m^{i,j}$ es el precio del *commodity* i , del segmento j , en el mes m .

Finalmente, el cálculo del ICCPRY en el mes m es:

$$ICC_m = ICC_{m-1} \times \left(\sum_{i=1}^n w_0^j \times \frac{p_m^j}{p_{m-1}^j} \right), ICC_0 = 100$$

Donde:

ICC_m es el Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay
 w_0^j es el peso del segmento j (alimentos o energía) en el índice agregado

p_m^j es el índice de precios del segmento j , en el mes m .

Para estimar los modelos VAR fueron utilizados datos mensuales del periodo comprendido entre enero de 2004 y enero de 2021. Las variables seleccionadas fueron: precios de *commodities* medidos en guaraníes, el tipo de cambio nominal guaraníes por dólar, el Indicador de

Actividad Económica del Paraguay (IMAEP), una variable de política monetaria⁹ y el Índice de Precios al Consumidor (IPC). A excepción de la TPM, las estimaciones se realizaron con las variables en diferencias logarítmicas.

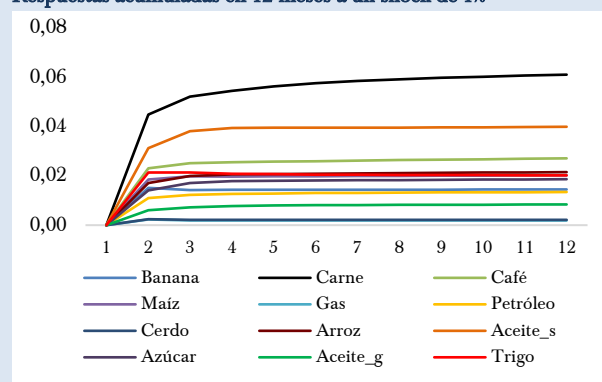
Resultados

A continuación, se presentan las funciones impulso-respuesta individuales de un *shock* de 1% en el precio de cada *commodity* sobre el IPC.

Gráfico I

Funciones impulso-respuesta individuales

Respuestas acumuladas en 12 meses a un shock de 1%



A partir de estos coeficientes de traspaso, se calcularon los distintos pesos para cada subíndice.

Tabla I

Ponderaciones de cada *commodity* en los subíndices

Porcentaje

Productos	ICA	ICE
Banana	6,2	
Carne	26,1	
Café	11,6	
Maíz	8,6	
Cerdo	0,9	
Arroz	9,2	
Aceite de soja	17,1	
Azúcar	8,0	
Aceite de girasol	3,6	
Trigo	8,7	
Gas		12,2
Petróleo		87,8
Total	100	100

Una vez calculados los dos subíndices, se estimaron nuevamente modelos VAR para obtener las funciones

⁹ La variable de política monetaria es una combinación de la tasa de los Instrumentos de Regulación Monetaria de corto plazo (7 a 53 días) hasta abril 2011 y de la Tasa de Política Monetaria a partir de mayo de 2011.

impulso-respuesta y las ponderaciones de cada uno de ellos.

Gráfico II

Funciones impulso-respuesta del ICA e ICE
Respuestas acumuladas en 12 meses a un shock de 1%

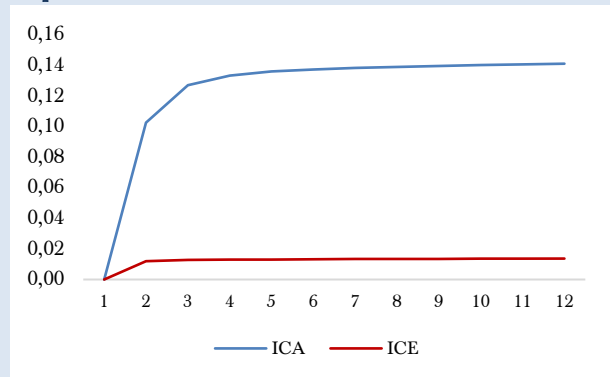


Tabla II

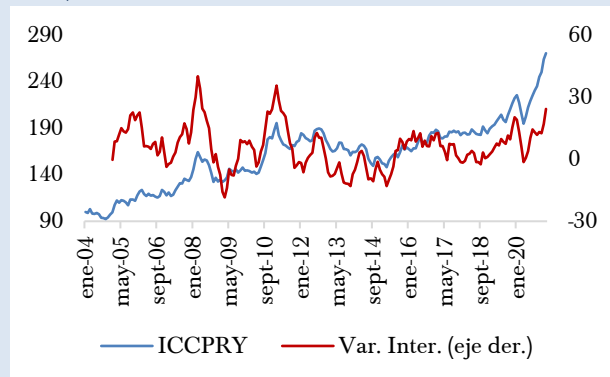
Ponderaciones de cada subíndice en el ICCPRY
Porcentaje

Subíndice	Porcentaje
ICA	91,2
ICE	8,8
Total	100

A partir de estos datos, se construyó el Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY) para el periodo enero 2004 – febrero 2021 (gráfico III).

Gráfico III

Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay
Índice, variación interanual



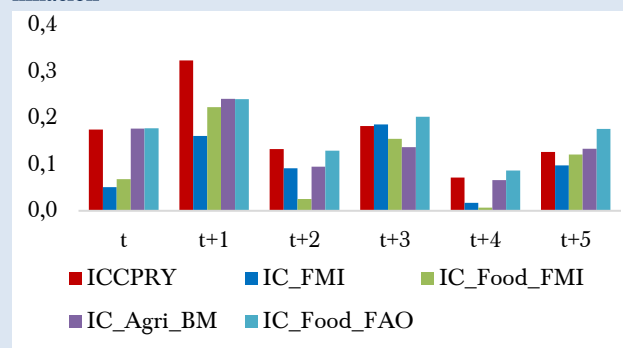
Evaluación de la eficiencia del ICCPRY

Una manera preliminar de evaluar la eficiencia del ICCPRY, en cuanto a su capacidad de identificar los cambios relevantes en los precios de los *commodities* internacionales para la inflación doméstica, es comparando las correlaciones de los distintos índices

agregados con la inflación. Se seleccionaron algunos de los principales índices publicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (*FAO, por sus siglas en inglés*). Se observa que la correlación contemporánea de la variación del ICCPRY con la inflación, si bien es superior a la de los índices del FMI, es similar a la de los índices del BM y de la FAO. Sin embargo, la correlación del ICCPRY con la inflación de los meses siguientes, particularmente con la del mes próximo, es significativamente superior a la de los otros índices.

Gráfico IV

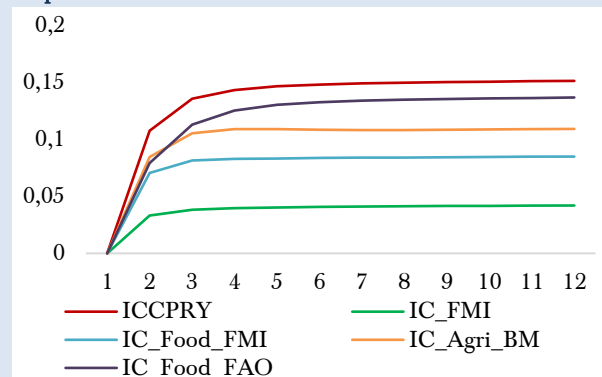
Correlaciones de las variaciones de los índices agregados con la inflación



Otra manera de evaluar la eficiencia es mediante la estimación de los modelos VAR utilizados anteriormente, con la inclusión, de forma separada, de cada índice agregado para posteriormente comparar las respuestas acumuladas de cada uno de ellos sobre la inflación (gráfico V). Puede notarse que, la respuesta de la inflación a un *shock* sobre el ICCPRY es superior a la de los demás índices agregados.

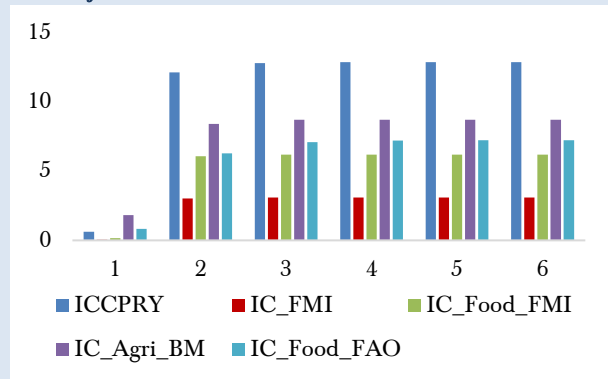
Gráfico V

Funciones impulso-respuesta de los índices agregados
Respuestas acumuladas en 12 meses a un shock de 1%



Finalmente, la eficiencia podría evaluarse también a través de la descomposición de la varianza del error de pronóstico, comparando la proporción de la variabilidad de la inflación explicada por cada índice agregado. Como puede observarse en el gráfico VI, la contribución del ICCPRY en explicar la varianza de la inflación es superior a la de los demás índices considerados.

Gráfico VI
Descomposición de la varianza de la inflación
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 diciembre 2017=100) y con una muestra representativa de 465 productos, clasificados por finalidad de gastos del consumo.

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

IPCSAE: IPC que excluye los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 63% 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 con 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
Marzo 2021



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay