



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE
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	14
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 de la inversión en Paraguay	
Recuadro II	47
La inflación en el mundo desde el inicio de la pandemia de COVID-19	
Glosario	52

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 15 de octubre. 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 esta. 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 han sido revisadas levemente a la baja en comparación a las proyecciones señaladas en el IPoM anterior, debido principalmente a las menores tasas de crecimiento previstas para algunas de las principales economías mundiales. El entorno internacional durante el tercer trimestre de 2021 mostró un dinamismo favorable desde el enfoque de la demanda, aunque, por el lado de la oferta, la producción de algunos bienes se vio limitada por la escasez de ciertos insumos y dificultades logísticas. Además, el contexto sanitario se había tornado nuevamente complejo por el aumento en los niveles de contagios de COVID-19 a causa de la variante delta. Este escenario ha provocado un ajuste en las perspectivas de crecimiento de economías como Estados Unidos y China. En la región, el panorama pareciera ser más alentador. Desde el punto de vista sanitario, las curvas de contagios de COVID-19 se han mantenido moderadas y, en línea con ello, los pronósticos económicos mejoraron conforme se observa la reactivación de algunas actividades económicas, sobre todo las ligadas al sector de servicios. Las disrupciones más persistentes en la oferta y la recuperación más rápida de la demanda han repercutido en presiones inflacionarias menos transitorias a lo anticipado.

En Estados Unidos, las perspectivas económicas se han ajustado a la baja, al tiempo que, la inflación se ha mantenido elevada. En el segundo trimestre de 2021, el PIB registró un crecimiento de 12,2% interanual, explicado en parte por la menor base de comparación. En el tercer trimestre, los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero señalaron que el sector desaceleró su ritmo de expansión respecto al observado previamente, registrando un nivel de 60,7 en septiembre. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, las mismas fueron revisadas a la baja para 2021, pasando de 6,6% a 5,8%. La inflación se mantuvo elevada, situándose en 5,4% interanual en septiembre. En este contexto, si bien durante el tercer trimestre, la Reserva Federal (Fed) mantuvo el rango referencial de tasas en 0,0% - 0,25%, en su última reunión anunció que podría iniciar la reducción de compras de activos este año, si así lo decidiese en su reunión de noviembre.

En la Eurozona, se prevé una recuperación mayor de la economía en el 2021, mientras que, se ha verificado un aumento en la tasa de inflación en los últimos meses. En el segundo trimestre de 2021, se verificó una variación interanual de 14,3% del PIB, explicada en parte por un efecto base importante. Por otro lado, los datos más recientes del PMI manufacturero del tercer trimestre mostraron un menor ritmo de expansión, situándose en un nivel de 58,6 en septiembre. En cuanto a las perspectivas de crecimiento para 2021, estas se sitúan en 5,0% anual, por encima de la tasa reportada en el IPoM anterior (4,5%). Con respecto a los precios, las tasas de inflación fueron superiores a las del segundo trimestre de 2021, ubicándose en 3,4% interanual en septiembre.

En China, el PIB del tercer trimestre exhibió un crecimiento menor al observado en los trimestres anteriores. El PIB del tercer trimestre de 2021 registró una expansión interanual de 4,9%, por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el primer y segundo trimestre del año. Asimismo, los indicadores del sector manufacturero mostraron una desaceleración en el tercer trimestre, explicada en parte por los rebrotes de contagios de la variante delta, aunque se ubicó en zona neutral (50,0) a septiembre de 2021. Así, los pronósticos de crecimiento para el año 2021 se redujeron de 8,5% a 8,2% anual.

En Brasil, las perspectivas de crecimiento han mejorado levemente y la autoridad monetaria ha continuado con el proceso de normalización de la política monetaria. En 2021, el PIB del segundo trimestre registró un aumento del 12,4% interanual, debido, en parte, a una menor base de comparación. Por otro lado, el PMI manufacturero mostró un menor dinamismo desde julio, situándose en un nivel de 54,4 a septiembre. En cuanto a la proyección de crecimiento para la economía brasileña, hubo un leve ajuste al alza de 5,1% a 5,2% para 2021 con respecto al IPoM de junio. En lo referente al nivel de precios, la inflación continuó incrementándose en el tercer trimestre, alcanzando una tasa de 10,3% interanual en septiembre. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil subió la tasa SELIC en

200 puntos básicos (pb) desde junio a octubre de 2021, situándola en 6,25% anual, continuando así con el proceso de normalización de la política monetaria.

En Argentina, los pronósticos de crecimiento han mejorado a la par que la inflación se ha acelerado. Los datos del PIB del segundo trimestre arrojaron una tasa de crecimiento del 17,9% interanual, explicada en gran medida por los menores niveles registrados en el segundo trimestre de 2020. En el tercer trimestre, los datos disponibles para agosto del sector manufacturero arrojaron un crecimiento interanual del 13,8% en la producción industrial. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2021 se elevó a 7,2%. Con relación al nivel de precios, se observó una inflación más elevada, alcanzando una tasa de 52,5% interanual en septiembre. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha mantenido el límite inferior de la tasa de las Leliq en 38% desde noviembre de 2020, mientras que el gobierno ha implementado medidas cambiarias adicionales y una extensión en el régimen de precios cuidados.

Coyuntura doméstica y política monetaria

La actividad económica y la demanda interna han seguido evolucionando favorablemente en los últimos meses, en un contexto de mejora de la situación sanitaria y mayor reapertura de la economía. En el segundo trimestre, el PIB desestacionalizado creció 2,8% respecto al primer trimestre, explicado por el impulso de las construcciones, la ganadería, las manufacturas y los servicios, mientras que, el sector de electricidad y agua continuó con una trayectoria a la baja. Por el lado del gasto, la recuperación se debe mayormente al repunte significativo de la inversión, acompañado por una mejora gradual del consumo privado. En línea con ello, también se ha observado un aumento de las importaciones en los últimos trimestres. En términos interanuales, la expansión del PIB fue 14,5%, explicada en parte, por la menor base de comparación. Al cierre del primer semestre, el crecimiento acumulado se situó en 6,9%. Conforme a los indicadores de corto plazo, la actividad económica seguiría expandiéndose interanualmente en el tercer trimestre. La reducción en el número de contagios por COVID-19, el avance en el proceso de inmunización de la población y la mayor movilidad de las personas podrían seguir favoreciendo las expectativas de los consumidores y la recuperación de aquellos segmentos del sector servicios que han sido más afectados por la pandemia desde el 2020.

Desde el último IPoM, la inflación total y las medidas subyacentes continuaron mostrando una trayectoria ascendente, explicada principalmente por el aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles, los cuales han sido afectados por el incremento de los precios de los *commodities* a nivel internacional y la mayor demanda externa de la carne vacuna. En el tercer trimestre, el promedio de la inflación total se situó en 5,7%, por encima de la media de 3,6% observada entre abril y junio del año y, también mayor al promedio del 1,4% observado en el mismo trimestre del año pasado. Puede notarse que la menor base de comparación también influyó en las altas tasas interanuales del tercer trimestre del 2021. Por su parte, la inflación subyacente promedió una tasa interanual del 5,8%, mientras que la subyacente X1 verificó una tasa promedio interanual 5,1%, y ambas medidas con tasas superiores a las registradas en el segundo trimestre del año 2021 (3,9% para cada uno de los indicadores). Por su parte, el IPCSAE, promedió una tasa de variación interanual de 2,1%, levemente inferior al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,2%, lo cual refleja la alta concentración de la inflación en dos rubros (alimentos y energía).

El BCP inició el proceso de normalización de la política monetaria a partir del mes de agosto y actualmente la TPM se sitúa en 2,75%. Respecto del escenario internacional, el Comité de Política Monetaria (CPM) destacó las mejoras en las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales del país y los altos niveles de inflación que se están registrando en las principales economías avanzadas y en los países de la región. Con relación al plano local, el Comité resaltó el buen dinamismo de la actividad económica en el periodo reciente y las perspectivas favorables a la luz del panorama sanitario más alentador, la mayor reapertura de los sectores económicos y la mayor movilidad de las personas. La inflación, por su parte, ha repuntado en meses recientes, por encima de lo anticipado, explicado por los altos precios de *commodities* y la mayor demanda externa de la carne vacuna. Sin embargo, en un escenario de menores holguras de capacidad de la economía y un

perfil altamente acomodaticio de la política monetaria, se pueden crear condiciones para que el impacto inicial de estos choques externos se propague en mayor magnitud y velocidad a otros componentes de la canasta del IPC, como así también influir negativamente en las expectativas de inflación de mediano plazo. Ante este escenario, el CPM consideró prudente iniciar el retiro de los estímulos monetarios en el mes de agosto con un ajuste de la TPM en 25 pb, el cual se aceleró en septiembre (50 pb) y en octubre (125 pb). Asimismo, se prevé que los cambios en la tasa referencial sean de similar magnitud en las próximas reuniones de noviembre y diciembre.

Proyecciones del crecimiento del PIB y de la inflación

La proyección central de crecimiento del PIB para el 2021 se mantuvo en 4,5%, con recomposiciones internas a nivel sectorial. El sector primario registrará una tasa negativa de alrededor del 3,2%, la cual implica una mayor caída que la proyectada en el IPoM anterior, sustentada principalmente por una menor producción agrícola, dados los menores rendimientos de soja, maíz y trigo, a consecuencia de choques climáticos. En el caso de la soja, la sequía produjo pérdidas en la siembra tempranera (campana agrícola 2020/2021) la que ha impactado parcialmente en la producción final, entretanto, las heladas que se produjeron a finales de junio, han mermado la producción de maíz y trigo. La ganadería sigue en expansión, aunque se ha moderado en los últimos meses, dando lugar a un ajuste en el margen de 0,5 décimas a la baja, alcanzando así una tasa del 11,5%. El sector secundario prevé un crecimiento de 4,6% inferior al 6,6% proyectado en el informe previo. Esta revisión a la baja se explica en mayor medida por electricidad y agua con una fuerte corrección en su tasa de crecimiento (de -6% a -11%), sector que sigue atravesando por una de las mayores crisis en materia de producción, debido a los problemas del caudal hídrico del río Paraná, el cual alimenta a las principales hidroeléctricas generadoras de electricidad. El sector construcción crecerá en torno al 13,5%, ligeramente menor al 14% señalado en la revisión previa. En cuanto a los servicios, se estima un crecimiento de alrededor del 6,3%, mayor al 4,8% previsto en el IPoM pasado. La apertura de actividades relacionadas a una mayor interacción social, como los servicios a los hogares, hoteles y restaurantes, servicios a las empresas, entre otras, sustentan dicho crecimiento. Además, los impuestos a los productos crecerán a una tasa del 5%, consistente con la dinámica de la actividad económica.

Por el lado del gasto, se destacan las mejores perspectivas para la demanda interna, tanto del consumo privado como de la inversión, mientras que la demanda externa neta se ajustó a la baja. La proyección actual contempla un crecimiento del 8,2% de la demanda interna, por encima del 5,9% previsto en el informe anterior. El consumo privado experimentará un aumento en torno al 4,9%, superior al 3,9% previsto en el IPoM de junio, explicado especialmente por las mejores perspectivas para el consumo de ciertos servicios (centros comerciales, restaurantes, eventos artísticos, eventos deportivos, etc.) que estuvieron limitados en su oferta y en su demanda por la pandemia, y que, ante el mejor panorama sanitario, pueden repuntar con mayor fuerza en el último tramo del año. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, si bien las construcciones se han moderado, el impulso de la inversión en maquinarias y equipos ha sido muy superior a lo anticipado, lo cual ha influido en la corrección al alza de este componente. La demanda externa neta se revisó a la baja, debido, por un lado, al recorte en la proyección de las exportaciones (de 6,9% a 2,1%) sustentado en menores volúmenes de envíos de soja y sus derivados, así como de la energía eléctrica. Por otro lado, las importaciones registrarían una tasa de 14,3%, superior al 12,1% proyectado en el informe pasado, coherente con el mejor desempeño previsto para la demanda interna.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2021(i)
Sector Primario	7,8	-3,2	-0,4
Agricultura	10,0	-8,0	-0,7
Ganadería	4,7	11,5	0,3
Forestal, Pesca y Minería	-4,3	7,0	0,1
Sector Secundario	1,7	4,6	1,6
Manufactura	-0,5	7,2	1,4
Construcción	12,6	13,5	0,9
Electricidad y Agua	-1,8	-11,0	-0,8
Sector Terciario	-3,3	6,3	3,0
Gobierno General	5,2	-2,5	-0,2
Comercio	-7,8	10,0	1,0
Otros Servicios†	-4,4	8,0	2,2
Impuestos	-5,6	5,0	0,4
PIB a precios de mercado	-0,6	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,5	7,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2020	2021 (f)
PIB	-0,6	4,5
Demanda Interna	-2,8	8,2
Formación bruta de capital	-4,8	21,9
Formación bruta de capital fijo	6,3	17,2
Consumo total	-2,2	4,6
Consumo privado	-3,5	4,9
Consumo público	5,2	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	-10,3	2,1
Importaciones de bienes y servicios	-17,0	14,3
Cuenta corriente (% del PIB)	2,3	1,1
FBKF (% del PIB nominal)	20,1	22,1

(f) Proyección

La proyección de inflación para el 2021 se ajustó de 4,0% a 6,7%, consistente con el comportamiento reciente de los precios. En el tercer trimestre, los datos observados de inflación se ubicaron significativamente por encima de lo pronosticado para ese periodo, mostrando un incremento en las tasas de variación como en la velocidad. Esto implica un punto de partida más elevado para las proyecciones y ralentiza la convergencia de la inflación a la meta del 4%. Los incrementos, si bien están concentrados en los productos alimenticios y de energía, ubicaron a la inflación total interanual por encima del límite superior del rango meta en el mes de septiembre. El aumento se debe principalmente a choques de oferta más persistentes de lo esperado. De esta manera, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación permanecería en niveles elevados en el primer semestre del 2022 (efecto base importante), para luego empezar su proceso de convergencia a partir del tercer trimestre y llegando a su nivel objetivo en 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	6,7	4,3	
Inflación IPC diciembre (**)	2,2	6,7	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,0	6,6	4,4	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,2	6,6	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 tercer trimestre de 2023.

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

Escenarios de riesgos

En el plano internacional, si bien las perspectivas del crecimiento de la economía mundial siguen siendo favorables, persisten los riesgos a la baja. En diversos países, permanecen elevados los contagios ocasionados por la variante delta, y continúa latente el riesgo de que esta variante o nuevas cepas que se originen puedan volver a propagarse, arriesgando la salud de las personas y causando de nuevo restricciones a la movilidad. Si bien los avances en la vacunación han sido favorables en muchas regiones, a nivel mundial la proporción de población con vacunación completa es aún baja[‡], lo cual a su vez exacerba la probabilidad de nuevas mutaciones del virus. En contrapartida, la aprobación de más vacunas para más rangos de edades, junto con la mayor disponibilidad de estas para aquellos países con mayores rezagos, puede ayudar a contrarrestar este riesgo.

Los elevados niveles de precios internacionales de *commodities* alimenticios y energéticos explican en gran parte las presiones inflacionarias existentes a nivel global y regional. La mayor persistencia de estos choques puede aumentar el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, lo cual a su vez puede derivar en mayores incrementos de precios. Más aún, los problemas de escasez de energía en países asiáticos y europeos, que han provocado una menor producción en fábricas de otras materias primas, pueden incrementar el riesgo para la inflación. Las disrupciones más persistentes en las cadenas globales de suministros que limiten la oferta en un contexto de recuperación más rápida de la demanda también podrían exacerbar las presiones inflacionarias. Para mitigar estos riesgos, diversas economías avanzadas podrían acelerar la normalización de la política monetaria. A su vez, esto implicaría un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, lo cual podría afectar especialmente a las economías emergentes y en desarrollo con altos niveles de deudas en moneda extranjera y amplias necesidades de financiamiento.

Los principales socios comerciales del país en la región están expuestos a riesgos fiscales e incertidumbre en su panorama político que podrían afectar al dinamismo de sus economías o inducir a un incremento de la percepción de riesgo en la región. En Brasil, si bien han mejorado los indicadores de sostenibilidad de la deuda, aún persisten los riesgos de un deterioro derivados de nuevos programas de transferencias sociales, un potencial aumento de los gastos del gobierno ante la proximidad del periodo electoral y la incertidumbre en torno a la duración de las mejoras observadas en los niveles de recaudación del fisco. De manera similar, en Argentina, los riesgos para las finanzas públicas se derivan del ciclo político.

En el plano local, la situación sanitaria ha mejorado sustancialmente, no obstante, persisten riesgos derivados de la aparición o expansión de nuevas variantes del virus (SARS-Cov-2). El número de nuevos infectados, hospitalizados y fallecimientos por COVID-19 se redujo a niveles mínimos desde el mes de septiembre, permitiendo una mayor reapertura de los sectores económicos y una mayor movilidad de las personas. Sin embargo, no debe perderse de vista que un rebrote de la enfermedad por la expansión de la variante delta o por la aparición de cepas más agresivas siguen representando un riesgo latente para los próximos meses. En la medida que el proceso de inmunización avance al ritmo observado desde mediados de julio, este riesgo se mitigaría de manera importante, lo cual seguiría favoreciendo la recuperación económica, especialmente del sector servicios.

[‡] Al momento de la elaboración de este reporte, el porcentaje de la población con vacunación completa a nivel mundial fue 36%, conforme a datos de OurWorldInData.org

Decisiones de Política Monetaria

Reunión de julio

En su reunión de julio, el CPM observó aumentos en las curvas de contagios de COVID-19 en diversas economías, impulsados, en parte, por la variante delta. En cuanto a las presiones inflacionarias globales, había persistido la aceleración de la inflación en Estados Unidos, mientras que los precios del petróleo habían disminuido.

Por otra parte, mejoraron las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales del país. Asimismo, no se verificó un brote importante de la variante delta en la región. No obstante, destacaron los nuevos aumentos de precios en junio, en especial, en los países vecinos.

En cuanto al escenario interno, la actividad económica había seguido evolucionando favorablemente, impulsada por la expansión de las construcciones, la ganadería y las manufacturas. El avance importante en el proceso de inmunización de la población resaltó como un factor positivo para el desempeño futuro de la economía.

Con relación a la inflación, la aceleración interanual obedeció, en gran medida, a la menor base de comparación. El repunte de la inflación mensual fue explicado por los precios de algunos alimentos y de los combustibles, influenciados por la mayor demanda externa y por los altos precios de *commodities* en los mercados internacionales. Por su parte, las expectativas de inflación se mantuvieron alineadas al objetivo inflacionario de mediano plazo.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, considerando 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. 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.

Reunión de agosto

En su reunión de agosto, el CPM resaltó que, a pesar de los significativos aumentos de contagios en diversas economías avanzadas, el incremento de casos de decesos había sido muy inferior. Como resultado, el indicador global de corto plazo del sector de servicios había desacelerado su ritmo de expansión. Por su parte, la inflación de Estados Unidos se mantuvo en niveles elevados, mientras que los precios del productor de China registraron un leve aumento interanual. En cambio, los precios del petróleo habían exhibido una trayectoria descendente.

Las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales del país habían seguido mejorando, a la par que se mantenía un mayor dinamismo económico en la región. Asimismo, los contagios siguieron en descenso y se observaron nuevos aumentos en las tasas de inflación.

Con relación a la economía doméstica, los indicadores de actividad de corto plazo habían continuado con una buena dinámica, a la par que el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) del mes de julio se ubicó en zona de optimismo, luego de cuatro meses de permanecer por debajo del nivel neutral.

Por el lado de los precios, los alimentos y combustibles siguieron afectados por la mayor demanda externa y los altos precios de los *commodities* a nivel internacional.

En este escenario de mejor desempeño económico, el CPM decidió incrementar la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos, a 1%, considerando que el aumento de la inflación mensual, si bien se había explicado en gran medida por factores externos, eventualmente podría generar efectos de segunda vuelta con eventuales incidencias sobre las expectativas de inflación. Así, el Comité consideró oportuno iniciar un proceso gradual de normalización de la política monetaria.

Reunión de septiembre

En su reunión de septiembre, el CPM resaltó una desaceleración de los indicadores globales del sector

manufacturero y de servicios respecto al mes anterior, en línea con los elevados niveles de contagios en diversas economías avanzadas. Asimismo, se destacó un incremento en la volatilidad en las principales bolsas de valores. En cuanto a las presiones inflacionarias globales, la inflación se había mantenido elevada en las principales economías mundiales, al tiempo que se verificaron alzas en los precios del petróleo y del gas natural.

En la región, un mejor desempeño sanitario, sumado al importante efecto base de la actividad, habían permitido tasas favorables de crecimiento. Los principales socios comerciales del país también mejoraron sus perspectivas de crecimiento. Sin embargo, se verificaron nuevas subas de precios en agosto, así como altas tasas interanuales de inflación en los países vecinos.

En el plano interno, la actividad económica había seguido expandiéndose, principalmente gracias a los servicios, las manufacturas y la ganadería. La reducción en el número de contagios, el avance en el proceso de inmunización de la población y la mayor movilidad de las personas habían seguido favoreciendo las expectativas de los consumidores y la recuperación de aquellos segmentos del sector servicios que han sido más afectados por la pandemia.

Por otra parte, el Comité destacó que la inflación había repuntado en meses recientes, por encima de lo previsto anteriormente, debido al impacto de los altos precios internacionales de los *commodities* y la mayor demanda externa de la carne vacuna.

A pesar de que la aceleración de la inflación total se había explicado mayormente por factores externos, en un escenario de mejor desempeño económico y un panorama sanitario más alentador, los riesgos de efectos de segunda ronda y de desalineamiento de las expectativas podrán volverse más relevantes. De esta manera, el Comité consideró apropiado continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, incrementando la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, a 1,5% anual.

Reunión de octubre

En su reunión de octubre, el CPM destacó que a nivel internacional persistían perspectivas positivas de crecimiento de los principales socios comerciales de nuestro país. En los mercados financieros internacionales, se había notado una reducción en la volatilidad de las principales bolsas de valores y un incremento en el rendimiento de los bonos de las principales economías avanzadas. Asimismo, se había señalado el potencial endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, ante el inminente inicio de la reducción de compras de activos de la Reserva Federal. Respecto a la evolución de la pandemia, se habían observado comportamientos mixtos en aquellas economías donde se registraron brotes derivados de la variante delta, con algunas moderaciones en las curvas de algunos países y subas recientes en otros. En el ámbito regional, seguían contenidas las curvas de contagios de COVID-19. El mejor desempeño sanitario, sumado al importante efecto base de la actividad económica del año anterior, habían permitido tasas favorables de crecimiento en países de la región. A la par, se mantenían elevadas las tasas interanuales de inflación principalmente como consecuencia de los altos precios de alimentos y energía, y en algunos casos incluso se observaron aumentos en el rubro de servicios.

En el plano doméstico, la actividad económica había seguido exhibiendo una buena dinámica. Los datos del PIB del segundo trimestre habían revelado una recuperación generalizada de los sectores económicos, a excepción de electricidad y agricultura. Por el lado del gasto, la recuperación había sido impulsada principalmente por la inversión, acompañada por una mejora gradual del consumo privado. En el mismo sentido, los indicadores de corto plazo de julio y agosto mostraron resultados positivos para la actividad económica y para las ventas. La mejora en el ámbito sanitario, la reapertura de los sectores económicos y la mayor movilidad de las personas, fueron considerados como factores que influirían positivamente en la actividad económica y en la demanda interna.

El CPM reconoció que la aceleración de la inflación se explicaba principalmente por los altos precios de los *commodities* (alimentos y energía) y por la mayor demanda

externa de la carne vacuna paraguaya. Sin embargo, en un escenario de menores holguras de capacidad de la economía y un perfil altamente acomodaticio de la política monetaria, se podían crear condiciones para que el impacto inicial de estos choques externos se propague en mayor magnitud y velocidad a otros componentes de la canasta del IPC, como así también influir negativamente en las expectativas de inflación de mediano plazo.

Ante este escenario, el Comité consideró apropiado acelerar el proceso de normalización de la política monetaria, incrementando la tasa de interés de política monetaria en 125 puntos básicos, a 2,75% anual. Asimismo, se prevé que los cambios en la tasa referencial sean de similar magnitud en las próximas reuniones de noviembre y diciembre.

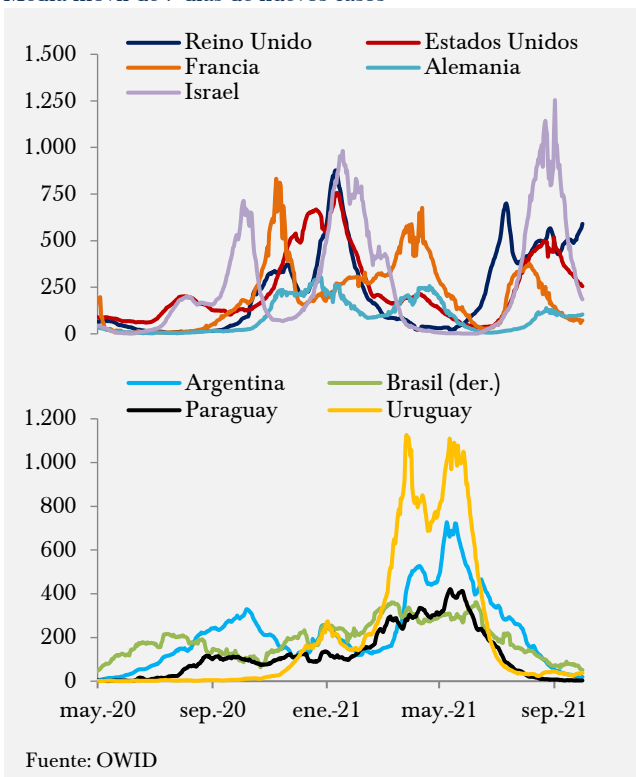
I. Entorno Internacional y Regional

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

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



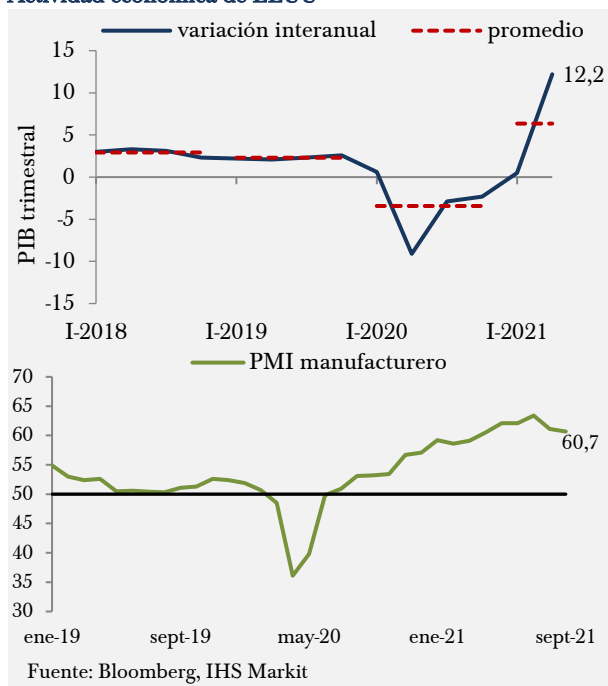
El entorno internacional durante el tercer trimestre de 2021 continuó mostrando un dinamismo favorable por el lado de la demanda, aunque se verificó una leve corrección a la baja en las perspectivas de la economía mundial, explicada principalmente por las menores tasas de crecimiento previstas para algunas de las principales economías mundiales, incluyendo a Estados Unidos y China. Ello ha sido a consecuencia de las disrupciones más persistentes en la oferta y rebrotes de contagios de COVID-19 por la variante delta. Las perspectivas para países de la región, en particular para los principales socios comerciales del país, Argentina y Brasil, han mejorado, consistente con la moderación de las curvas de contagio de COVID-19 y la flexibilización de las medidas de restricción sanitaria.

Respecto a la evolución de la pandemia de COVID-19, si bien durante el tercer trimestre se verificó un aumento en la curva de contagios de diversas economías avanzadas, en algunas se logró contener la propagación del virus recientemente (gráfico I.1). Por otra parte, en algunas economías de la región se mantuvieron contenidos las tasas de contagios.

Actividad económica

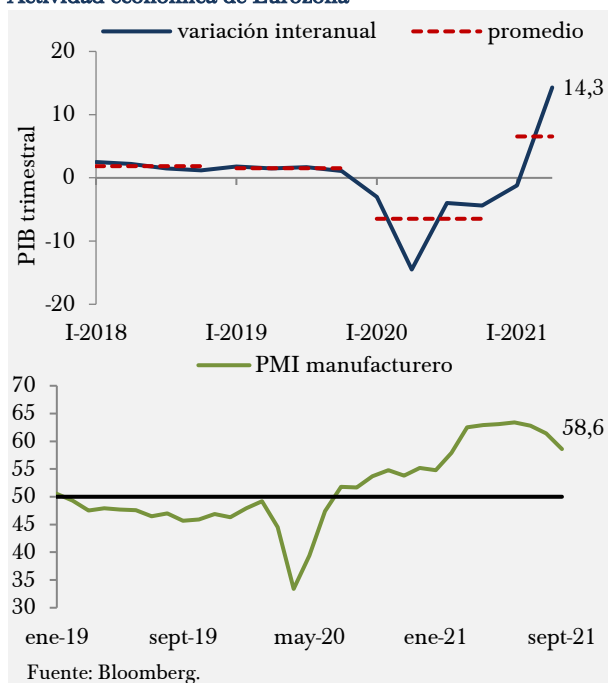
Respecto al último IPoM, el PIB de Estados Unidos siguió mostrando signos de recuperación. En el segundo trimestre de 2021, la economía estadounidense registró una expansión anualizada de 6,7%, mientras que en términos interanuales la tasa fue de 12,2% interanual. El resultado anualizado del segundo trimestre reflejó incrementos en el gasto de los consumidores, la inversión no residencial en activos fijos, las exportaciones y el gasto gubernamental estatal. Por otra parte, se constataron reducciones en la inversión privada en inventarios, la inversión residencial en activos fijos, el gasto del gobierno federal, así como el incremento de las importaciones, los cuales atenuaron parcialmente el dinamismo observado en el periodo de referencia. No obstante, el desempeño favorable es reflejo de la continua recuperación económica, la reapertura de establecimientos y el continuo apoyo gubernamental ante la pandemia del COVID-19. Asimismo, en el tercer trimestre de 2021, los datos del sector manufacturero muestran una moderación en el ritmo de expansión del PMI manufacturero (calculado por

Gráfico I.2
Actividad económica de EEUU



IHS Markit) en comparación a lo observado en el segundo trimestre, alcanzando un nivel de 60,7 a septiembre (gráfico I.2). Problemas a nivel global relacionados a la pandemia, como falta de mano de obra, cierres temporales por escasez de materiales de producción y interrupciones en las cadenas logísticas, continúan limitando el potencial de crecimiento del sector manufacturero. En cuanto a las expectativas de crecimiento, se prevé que la economía americana tenga un crecimiento del PIB del 5,8% en el 2021 (tabla I.1).

Gráfico I.3
Actividad económica de Eurozona



En el segundo trimestre de 2021, el PIB de la Eurozona mostró un crecimiento de 14,3% interanual en la serie con ajuste estacional (gráfico I.3), explicado, en parte, por una menor base de comparación. Las contribuciones positivas en el producto fueron resultado de los incrementos observados en el gasto para consumo final de los hogares, gasto final del gobierno y la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, estos incrementos fueron atenuados por el aumento de las importaciones y una leve reducción en inventarios. En el tercer trimestre de 2021, el PMI del sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, aunque desaceleró su ritmo de crecimiento respecto al trimestre anterior, situándose en un nivel de 58,6 en el mes de septiembre. Esta moderación se debe básicamente a las limitaciones de oferta que afectan a los productores. Así, la producción sigue enfrentando dificultades de retrasos relacionadas a la logística y transporte y a la escasez de componentes electrónicos, materias primas y contenedores. En cuanto a las perspectivas de variación del PIB para la Eurozona, las mismas apuntan a una tasa anual de 5,0% para 2021.

Por su parte, China alcanzó una tasa de crecimiento del 4,9% interanual para el tercer trimestre, mostrando una marcada desaceleración en comparación a lo observado en los primeros dos trimestres del corriente año (gráfico I.4). Factores diversos como la escasez de energía, las interrupciones logísticas y nuevos brotes de contagios que limitan las operaciones en fábrica, explican la dinámica observada. En cuanto al sector manufacturero, el mismo se ubicó temporalmente en zona de contracción durante el tercer trimestre, aunque cerró septiembre con un PMI manufacturero en zona neutral (50,0). La producción manufacturera se ha visto especialmente limitada por la crisis energética que afecta directamente a la producción en diversos sectores. De esta manera, el pronóstico de

Gráfico I.4
Actividad económica de China

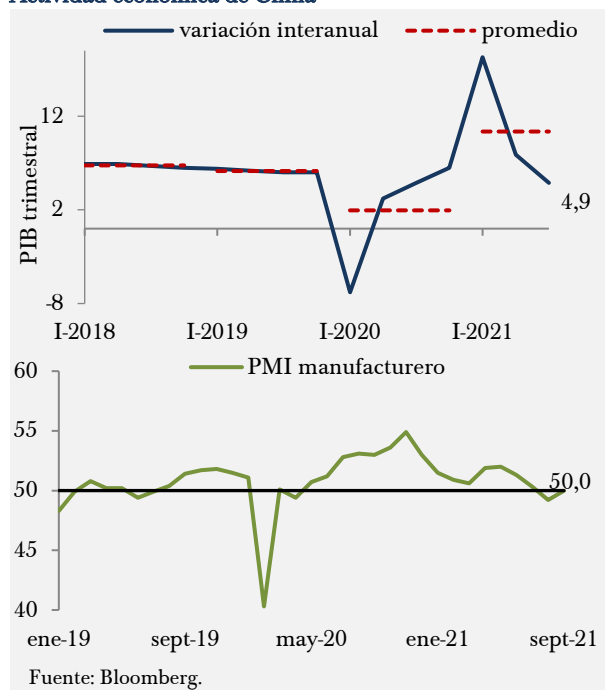
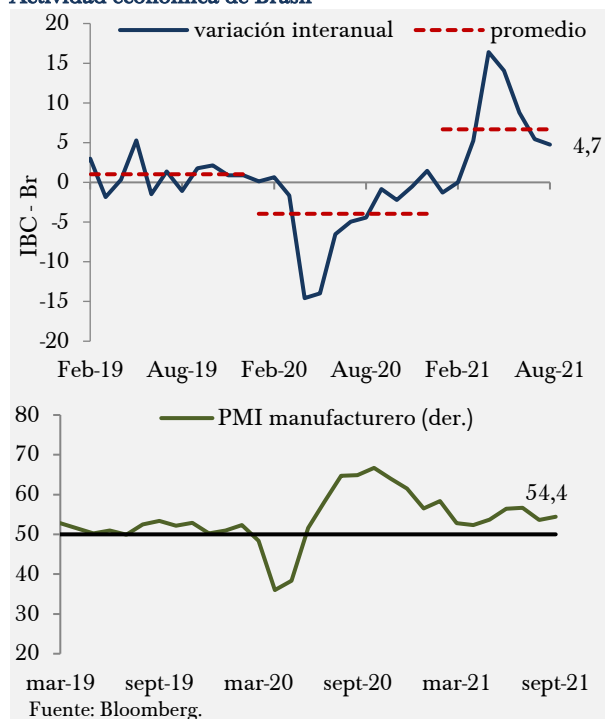


Gráfico I.5
Actividad económica de Brasil



crecimiento de la economía china se redujo a 8,2% anual para 2021.

En Brasil, el PIB trimestral exhibió un incremento del 12,4% en el segundo trimestre de 2021, en comparación a lo observado para el mismo periodo del año anterior. Respecto al trimestre anterior, se observó una leve reducción del 0,1% explicada por los resultados del sector agropecuario y de la industria, compensados en parte por la variación positiva verificada en el sector servicios. El Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) continuó arrojando resultados positivos para los meses correspondientes al tercer trimestre, pero a un ritmo más moderado en comparación a lo observado en el trimestre anterior. En términos interanuales, el IBC-Br exhibió un incremento del 4,7% en el mes de agosto. En cuanto al sector manufacturero, el PMI se ubicó en 54,4 para el mes de septiembre. Si bien este índice permaneció en zona de expansión a lo largo del tercer trimestre del año, se puede notar una leve desaceleración en comparación a lo observado en meses anteriores, explicada en gran parte por problemas de logística y escasez de insumos para la producción, en medio de esfuerzos por reponer inventarios ante el incremento de la demanda (gráfico I.5). En este escenario, las perspectivas económicas para Brasil apuntan a una tasa de crecimiento del 5,2% anual en 2021.

En Argentina, los datos del PIB del segundo trimestre del 2021 mostraron un incremento del producto del 17,9% interanual. Por el lado de la demanda, dicho resultado estuvo influenciado por los fuertes incrementos del consumo privado y la formación bruta de capital fijo. Por sectores de actividad, se destacaron rubros como hoteles y restaurantes y construcción. Cabe aclarar que dicha cifra se encuentra en gran medida influenciada por la baja base de comparación. La serie desestacionalizada arrojó una variación negativa del 1,4% en términos trimestrales. En el tercer trimestre de 2021, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una expansión del 12,8% interanual en agosto (gráfico I.6). La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), mostró una variación positiva del 13,8% interanual para el mes de agosto, influenciada por incrementos observados en productos relacionados a la construcción, como cemento y artículos de cemento y yeso, así como productos de industrias metálicas básicas, productos de metal, maquinarias y equipos. En este contexto, para la

Gráfico I.6
Actividad económica de Argentina

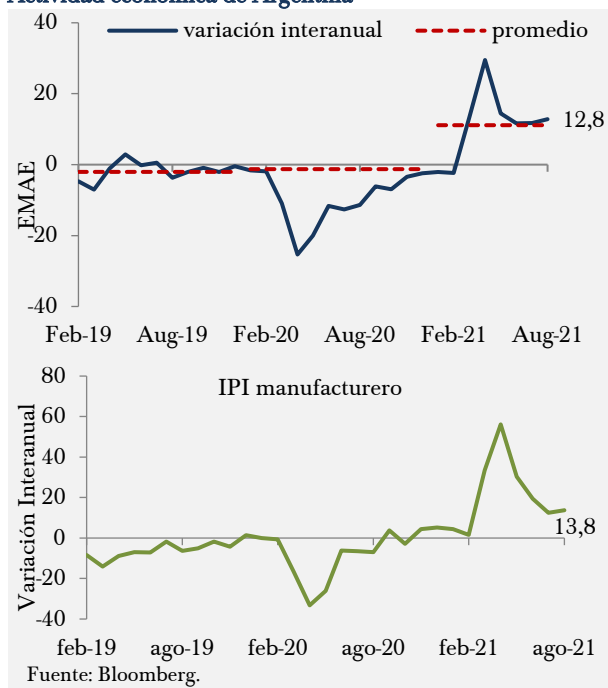
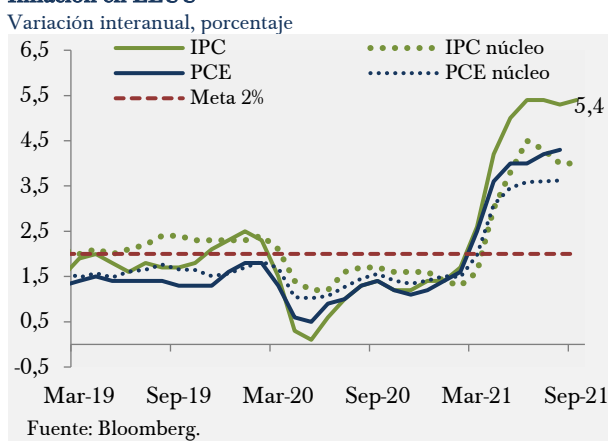


Gráfico I.7
Inflación en EEUU



economía argentina se espera una tasa de variación del PIB del 7,2% para el 2021 (tabla I.1).

Inflación y Política Monetaria

Las limitaciones en la capacidad de producción, incluyendo la escasez de insumos e inconvenientes de transporte y logística, que no permiten a la oferta acompañar el dinamismo observado por el lado de la demanda, han ocasionado un incremento generalizado en el nivel de precios.

En EE.UU., en el tercer trimestre del año 2021 se registraron tasas de inflación similares a las observadas en el informe anterior (gráfico I.7). En septiembre, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 5,4% en términos interanuales. Se destacan los incrementos en las categorías de combustibles, gas y carnes, y las reducciones verificadas en insumos médicos y servicios de transporte. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 4,0% interanual. La inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 4,3% interanual en agosto, y la inflación núcleo del PCE en 3,6%.

Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su reunión de septiembre, decidió mantener el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 0% - 0,25% (gráfico I.8). Con respecto a los niveles de inflación observados en los últimos meses, el Comité volvió a resaltar que, si bien el alza del nivel de precios podría mantenerse por un periodo más prolongado que el inicialmente previsto, esta se encuentra explicada principalmente por factores transitorios. No obstante, el Comité destacó que, teniendo en cuenta los niveles de inflación y las condiciones actuales del empleo, en su reunión de noviembre evaluará un posible inicio del proceso de reducción gradual de su programa de compras de activos, a ser iniciado desde mitad del mes de noviembre o en diciembre de este año. Considerando el panorama económico actual, se espera que la Reserva Federal no realice modificaciones a las tasas de fondos federales hasta el año 2022.

En la Eurozona, en el tercer trimestre de 2021, se acentuó el incremento de la inflación en comparación con el trimestre anterior. La tasa de inflación se ubicó en 3,4% interanual en el mes de septiembre de 2021 (gráfico I.9), mostrando un nivel mayor al promedio observado en el segundo trimestre del año

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

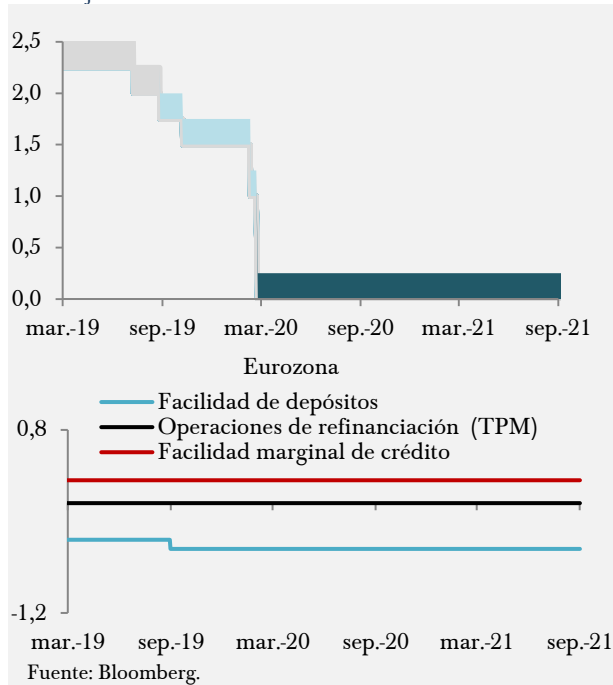


Gráfico I.9
Inflación en Eurozona
Variación interanual, porcentaje

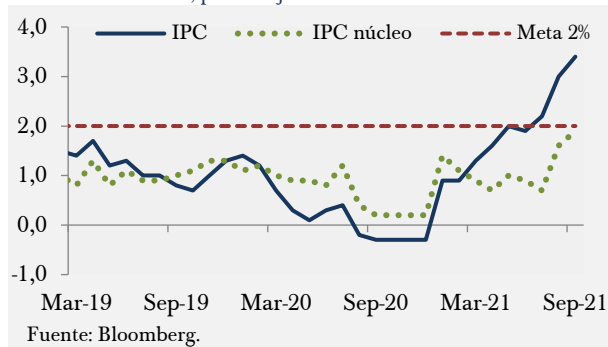
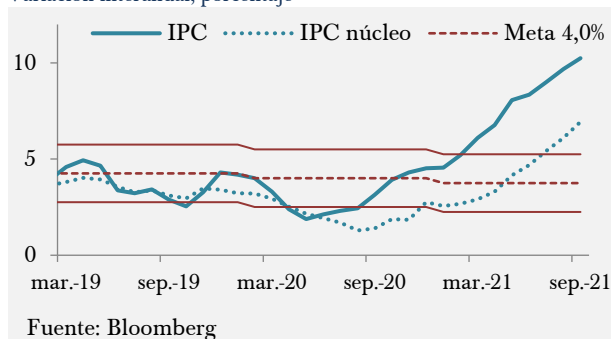


Gráfico I.10
Inflación en Brasil
Variación interanual, porcentaje



2021. Esta presión a la suba de precios se encuentra principalmente explicada por los aumentos observados en el sector energético. En menor medida, se pudo observar un alza de precios en las categorías de servicios, bienes industriales (excluyendo energía), alimentos, bebidas y tabaco. La inflación núcleo subió en términos interanuales, registrando una tasa de 1,9% en septiembre. De esta manera, se observa una convergencia de la inflación núcleo a la meta, con una trayectoria ascendente en los meses correspondientes al tercer trimestre del año. 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. Por otro lado, el Consejo de Gobierno consideró que pueden mantenerse unas condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) ligeramente inferior al de los dos trimestres anteriores. No obstante, la misma podría ser recalibrada si es necesario con el fin de mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación.

En la región, la inflación de Brasil se ha acelerado aún más en los meses correspondientes al tercer trimestre del presente año. En septiembre, el nivel de precios mostró un aumento de 10,3% interanual (gráfico I.10). Esta tasa de inflación se encuentra explicada por una suba considerable en los precios de los combustibles, servicios del hogar, especialmente energía eléctrica, artículos del hogar y alimentos y bebidas. La inflación núcleo cerró con una tasa de variación interanual del 6,9% en septiembre. Desde su reunión de junio, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha incrementado la tasa Selic en 200 puntos básicos a 6,25%, dando continuidad al proceso de normalización monetaria.

En el caso de Argentina, se sigue notando una trayectoria creciente de la inflación. La tasa de inflación medida por el IPC INDEC se situó en 52,5% interanual en septiembre de 2021 (gráfico I.11), por encima de las tasas constatadas en los meses anteriores. El mayor incremento fue observado en la

Gráfico I.11

Inflación interanual en Argentina

Variación interanual, porcentaje

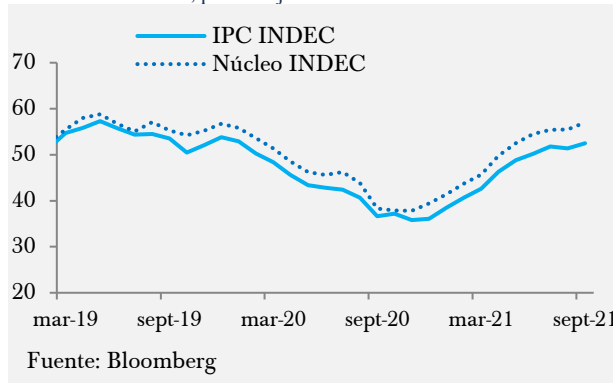


Gráfico I.12

Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje

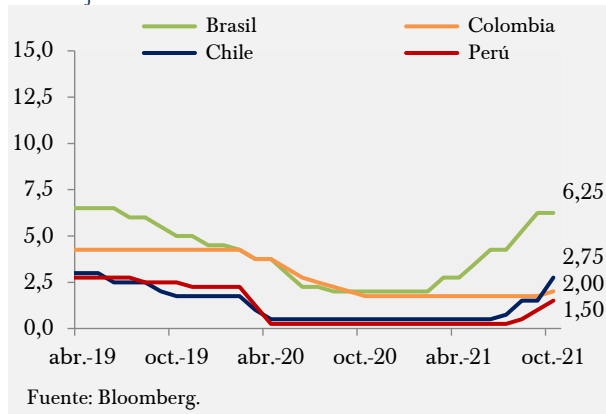
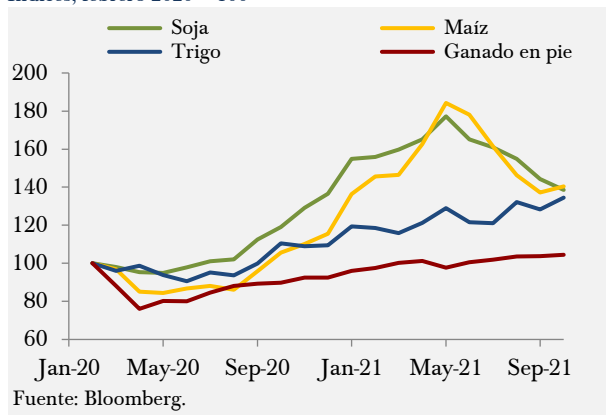


Gráfico I.13

Precios de *commodities*

Índices, febrero 2020 = 100



categoría de prendas de vestir y calzado, bebidas alcohólicas y tabaco, y salud. El rubro de mayor incidencia fue el de alimentos y bebidas no alcohólicas, que presentó incrementos en rubros como frutas y verduras, azúcar, café y productos lácteos. 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%. Por otra parte, el gobierno ha extendido la medida de precios cuidados hasta el mes de enero de 2022 y ha implementado medidas cambiarias adicionales.

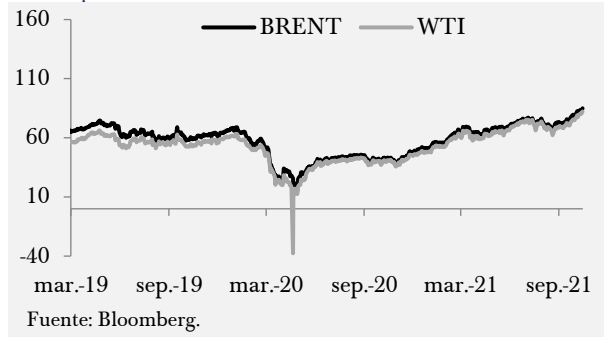
En cuanto a otras economías de la región, desde el último informe, países como Colombia, Perú y Chile han decidido iniciar el proceso de normalización de su política monetaria. Así, desde junio de 2021, Colombia incrementó su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos (pb.), Perú en 125 pb. y Chile en 225 pb. (gráfico I.12).

Materias primas

Las cotizaciones internacionales de *commodities* agrícolas mostraron comportamientos mixtos en el tercer trimestre de 2021 (gráfico I.13). En el caso del maíz y la soja, se notó una moderación en el periodo mencionado, mientras que, la cotización del trigo y del ganado en pie exhibieron incrementos. A septiembre, el precio de la soja en Chicago disminuyó 12,6% respecto al cierre del segundo trimestre del corriente año, mientras que la cotización del maíz se redujo en 22,9%. Por otro lado, la cotización del trigo subió 5,6% y la del ganado en pie se expandió en 3,1% al cierre de septiembre, en comparación con lo registrado a junio de 2021. En el caso de la soja y el maíz, la caída de las cotizaciones se encuentra explicada principalmente por proyecciones de una mayor siembra en EE.UU. debido a mejores perspectivas climáticas en zonas productoras y preocupaciones por un menor nivel de demanda por parte de China. Cabe mencionar también que ha habido una tendencia por parte de China de sustituir la soja por el trigo como alimentos destinados a animales, lo que estaría también presionando al alza a la cotización del trigo.

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, tanto el Brent como el WTI han mostrado incrementos sustanciales en sus precios con respecto al IPoM anterior. Por el lado de la demanda, esto se encuentra explicado por el levantamiento gradual de las medidas de restricción de movimiento relacionadas a la pandemia a nivel global, así como un

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



problema de escasez de energía observada en Asia y Europa, agudizada por niveles récord de precios de otros productos como el gas natural, la llegada del invierno en el hemisferio norte y las políticas energéticas introducidas recientemente por China. Por el lado de la oferta, choques por situaciones climáticas adversas en zonas productoras y la decisión tomada por la OPEP en su última reunión de mantener un levantamiento gradual de los límites de producción, presionaron los precios al alza. En comparación a los precios promedios observados durante el mes de junio del 2021, en septiembre, el precio del petróleo Brent se incrementó en 2,0%, mientras que el de WTI aumentó 0,1% (gráfico I.14).

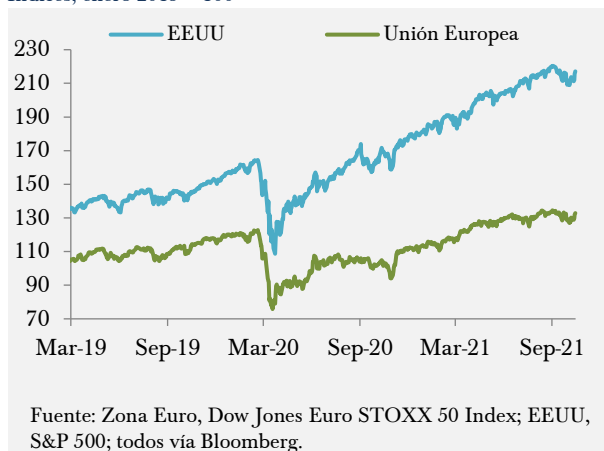
Gráfico I.15
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años y los de aquellos con vencimiento a 30 años se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.15). Este comportamiento puede estar explicado por la percepción de mayor riesgo por parte de los agentes, en medio de presiones inflacionarias a nivel global y un posible inicio anticipado de la normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal.

Gráfico I.16
Mercados bursátiles internacionales
Índices, enero 2015 = 100

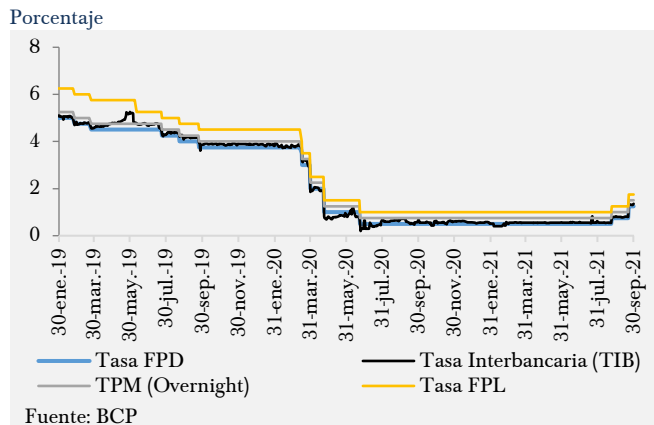


Los principales índices de bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona han mantenidos un dinamismo favorable desde el último IPoM. Se observa que, el promedio registrado por S&P500 en septiembre superó en 4,9% al constatado en junio de 2021. Por su parte para el Euro STOXX 50 en el mismo periodo se verificó un aumento de 1,2% respecto al promedio de junio del presente año (gráfico I.16).

Por otro lado, a fines de septiembre, la cotización del dólar medida por el índice DXY se apreció en 1,9% con respecto al cierre del segundo trimestre de 2021. Este comportamiento se encuentra explicado en gran parte por las expectativas generadas por el probable inicio de la reducción de compras de activos por parte de la Reserva Federal de los EE.UU., así como por el aumento de las preocupaciones sobre el impacto inflacionario de la subida de los precios de las materias primas.

II. Mercados Financieros

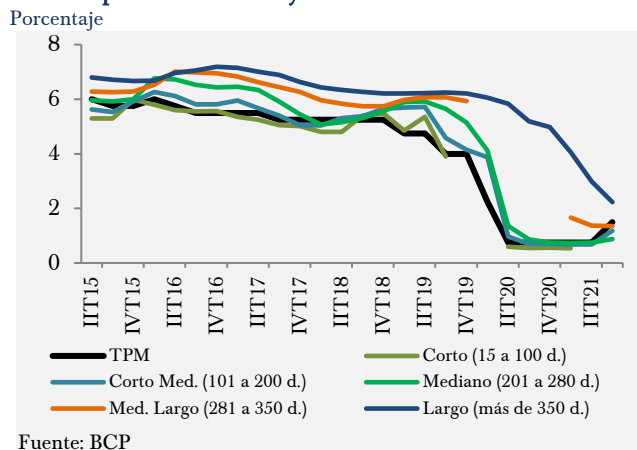
Gráfico II.1
Corredor de Tasas



Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria, posteriores al IPoM anterior, la TPM se ha incrementado tanto en el mes de agosto como en el mes de septiembre, en 25 puntos básicos y 50 puntos básicos, respectivamente. Así, al cierre del mes de septiembre del corriente, la tasa referencial se situó en 1,5% anual. En consecuencia, la tasa de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y la tasa de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) se ubicaron en 1,25% anual y 1,75% anual, respectivamente. Por su parte, la tasa interbancaria (TIB) también se incrementó, aunque se ubicó nuevamente cerca del piso del corredor en el tercer trimestre (gráfico II.1).

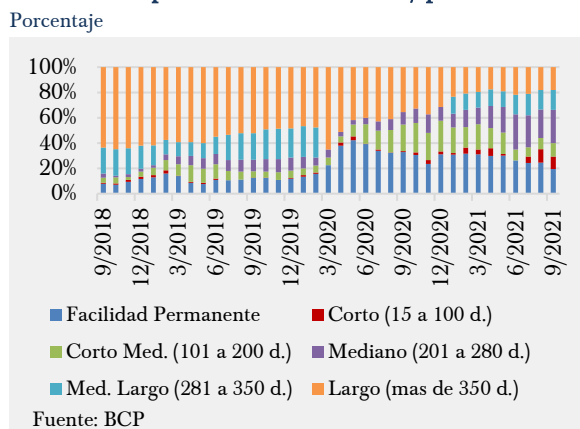
Gráfico II.2
Tasas de política monetaria y de IRM



Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de corto plazo (15 a 100 días) y corto mediano plazo (101 a 200 días) en detrimento de la facilidad permanente, largo plazo (más de 350 días) y mediano plazo (201 a 280 días) y mediano largo plazo (281 a 350 días). Así, la participación en el tercer trimestre del corto plazo fue de 9,9% y del corto mediano plazo fue de 10,7%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 9,9 p.p. para el corto plazo y 2,1 p.p. para el corto mediano plazo con relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.3).

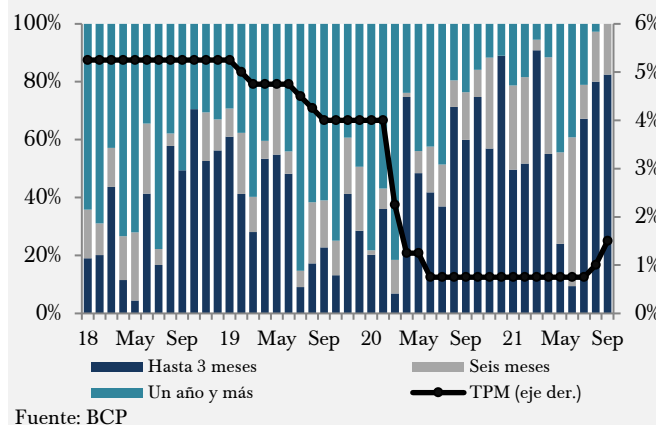
Gráfico II.3
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días



Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo en 3,72% con relación al segundo trimestre, explicado por la disminución de la Facilidad Permanente en (-7,64 p.p.) y la reducción de las colocaciones en títulos de largo plazo (-4,58 p.p.), títulos de mediano plazo (-2,53 p.p.) y títulos de mediano largo plazo (-0,22 p.p.), mientras que las colocaciones de corto plazo y corto mediano plazo tuvieron una incidencia positiva.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el tercer trimestre, se observó un mayor apetito por los instrumentos de hasta 3 meses, en comparación a lo que se verificó en los últimos dos meses del trimestre pasado. Así, en el tercer trimestre de 2021, la

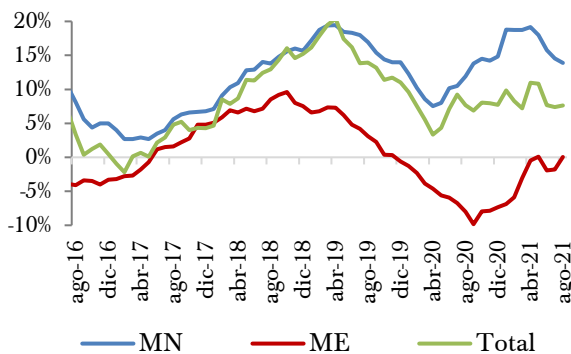
Gráfico II.4
Participación en la demanda de las LRM por plazos



Fuente: BCP

Gráfico II.5
Evolución del Crédito

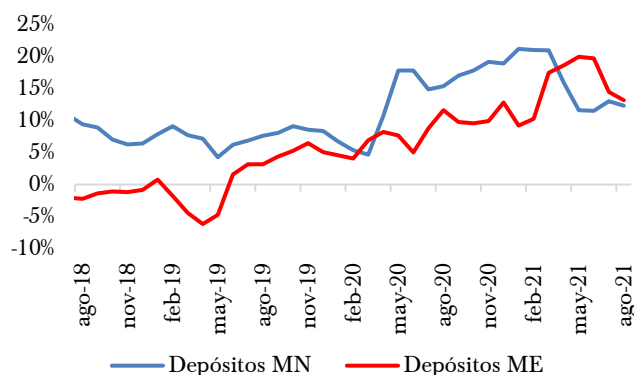
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico II.6
Evolución de Depósitos

Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 77,3% del total, de 6 meses representó el 15,8% y la de 1 año y más representó el 7,0% (gráfico II.4).

Condiciones Financieras

Al mes de agosto 2021, si bien se observa un menor ritmo de expansión de los créditos totales, los mismos han seguido aumentando. Así, en dicho periodo, los créditos crecieron a una tasa de 7,64% interanual. Los préstamos en moneda local se expandieron a una tasa interanual del 13,91%, inferior a la tasa de 18% registrada al cierre del informe previo (mayo 2021). En la evolución interanual de los créditos en moneda nacional, entre los principales sectores que han incidido de manera importante se resaltan los sectores construcción, industria manufacturera, consumo y comercio al por mayor en el periodo señalado.

Por el lado de los créditos en moneda extranjera, tras varios meses de contracciones en la concesión de créditos en esta moneda, en el mes de agosto se verificó una tasa marginalmente positiva interanual de 0,05% (gráfico II.5).

Por su parte, los depósitos privados totales han continuado exhibiendo una evolución favorable, observándose una expansión en el mes de agosto a una tasa de 12,33% interanual. Desagregados por monedas, los depósitos en moneda nacional se incrementaron interanualmente en 12,29% y en 13,11% en moneda extranjera (gráfico II.6).

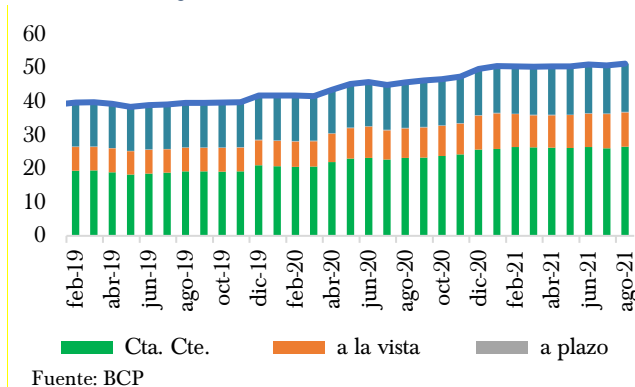
Con relación a los depósitos en moneda nacional, en los últimos meses se ha venido observado que los saldos se han mantenido en niveles relativamente elevados, en comparación a los observados el año anterior (gráfico II.7). De alguna manera, este hecho denota que existe una proporción importante de ahorro (a plazos cortos) que, en un contexto de recuperación económica y apertura de actividades que estaban restringidas por la pandemia, sobre todo el sector servicios, podría traducirse en un incremento de los niveles de consumo e inversión.

En lo que respecta a las tasas de interés, el promedio ponderado de las tasas de interés activas en moneda nacional se redujo en relación con el señalado en el último informe, al tiempo que se observó un aumento en el promedio de las tasas pasivas en dicha moneda. Así, el promedio de las tasas activas se ubicó en 11,64% en agosto

Gráfico II.7

Depósitos por plazos en moneda nacional

Saldos, billones de guaraníes

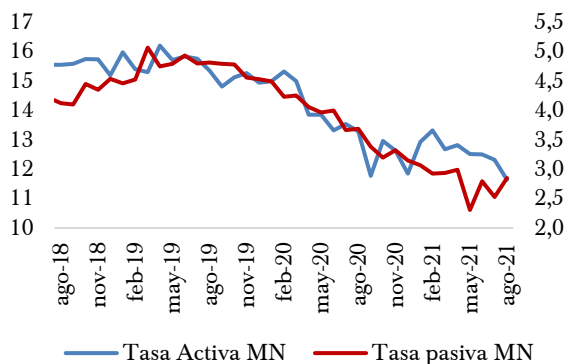


Fuente: BCP

Gráfico II.8

Tasas de interés activa y pasiva en moneda nacional

Porcentaje

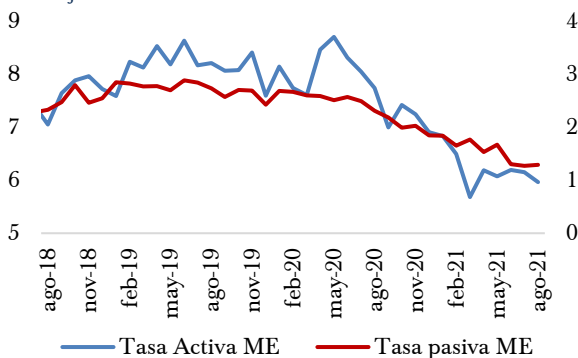


Fuente: BCP

Gráfico II.9

Tasas de interés activa y pasiva en moneda extranjera

Porcentaje



Fuente: BCP

del 2021, mientras que las tasas pasivas registraron un promedio ponderado de 2,85% (gráficos II.8).

En moneda extranjera, tanto el promedio ponderado de las tasas de interés activas como el de las pasivas se ubicaron por debajo de los valores observados hasta el informe previo. De esta forma, las tasas activas promediaron 5,96% en agosto, al tiempo que las tasas pasivas arrojaron un promedio de 1,29% en el mismo periodo (gráfico II.9).

Con relación a la Encuesta de Situación del Crédito correspondiente al segundo trimestre del 2021, el 32,14% de los encuestados había considerado que la situación, en el periodo mencionado, era óptima para la concesión de créditos. Con esto, se verificó un importante aumento con respecto a lo observado en el primer trimestre del año y también superior al porcentaje registrado en el segundo trimestre del 2020 (3,6%). Esta mejora en la percepción puede atribuirse, por un lado, a que las perspectivas en el 2020 señalaban una contracción de la economía, en tanto que, en el segundo trimestre del presente año, las expectativas indican un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), incluso con una corrección al alza. Por otra parte, se daba inicio al proceso de inmunización contra la COVID-19 por medio de la aplicación de vacunas (gráfico II.10).

En línea con lo anterior, las expectativas para la concesión del crédito se situaron en la zona de optimismo, las cuales habían mejorado en comparación a los resultados del primer trimestre, sobre todo en las expectativas para los próximos 3 y 6 meses en todos los sectores. Esto era reflejo de las mejores perspectivas, que se encontraban acordes con el proceso de recuperación gradual de la economía y en un contexto de mayor movilidad social (gráfico II.11).

Gráfico II.10
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?

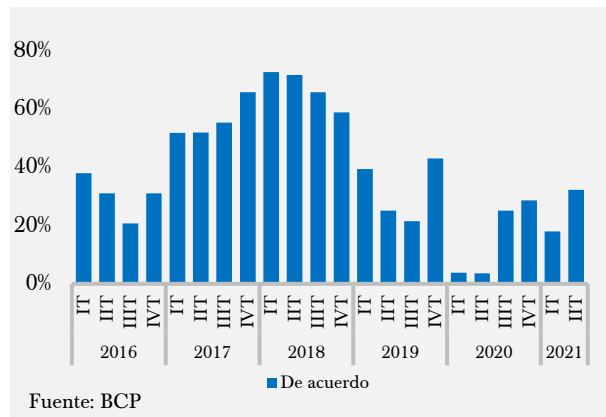


Gráfico II.11
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito
Índice de difusión

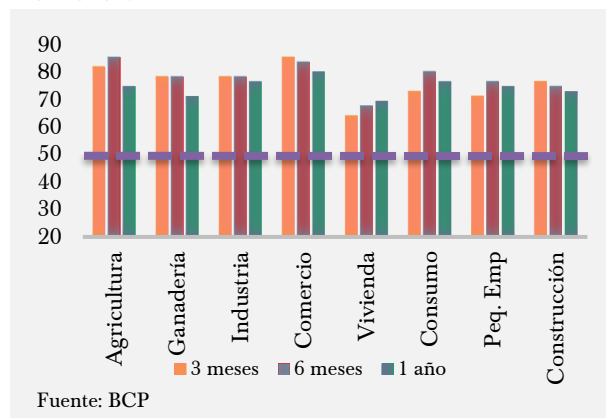
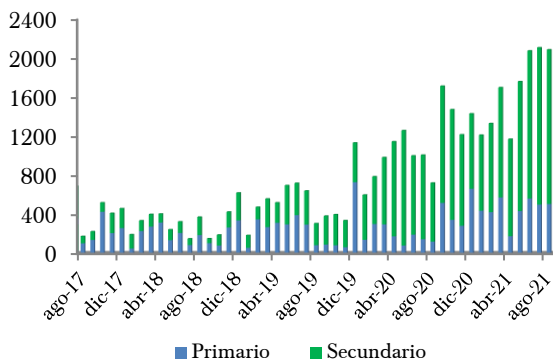


Gráfico II.12
Volumen negociado en la BVPASA
En miles de millones de guaraníes



Mercado Bursátil

Al mes de agosto de 2021, el volumen negociado en bolsa alcanzó 13.440.567 millones de guaraníes, equivalente a un incremento de 76,26%, en términos acumulados. Las operaciones de reporto registraron una mayor proporción (52,41%) con un crecimiento interanual del 60,14%. Seguidamente, se encuentran las operaciones de renta fija, que representaron el 46,46% del total negociado, y exhibió una expansión de 106,01% en el mismo periodo. En menor proporción, se ubican las operaciones de renta variable (1,04%), que verificaron un incremento de 34,27%. Por último, se encuentran las operaciones con derivados con una participación de 0,08%, las cuales disminuyeron en 87,5% interanual en el periodo de referencia.

Del total negociado hasta agosto del 2021, el 26,83% correspondió a transacciones en el mercado primario y 73,17% al mercado secundario (gráfico II.12).

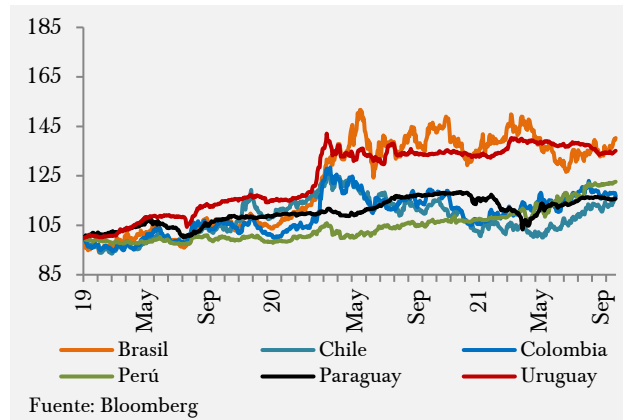
Las operaciones de reporto han continuado en aumento y su crecimiento se ha acelerado, alcanzado al mes de agosto una variación interanual del 60,14%, superior a la tasa de 49,55% registrado en el IPoM de junio.

En agosto del 2021, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores fue 8,77% anual, al tiempo que la tasa en moneda extranjera se situó en 6,71% anual.

Gráfico II.13

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2019=100



Tipo de cambio

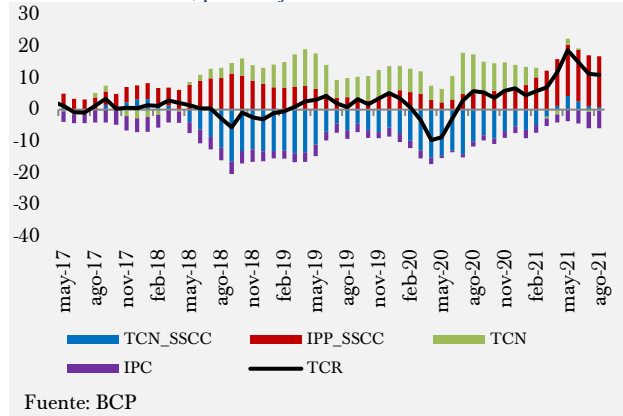
En el tercer trimestre del año, la moneda de la región que se apreció con respecto a las cotizaciones registradas a finales del trimestre anterior fue el peso uruguayo 1,52%. En contrapartida, el peso chileno (10,31%), el real brasileño (9,52%), el sol peruano (6,95%), el guaraní (2,29%), y el peso colombiano (1,48%) se depreciaron en el mismo periodo. (gráfico II.13)

Por otra parte, en agosto de 2021, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 11,01% con respecto al mismo mes del año pasado. Este comportamiento es explicado en su mayor parte por el diferencial entre la inflación externa y doméstica (11,36% interanual) (gráfico II.14).

Gráfico II.14

Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



III. Escenario Doméstico

Gráfico III.1
PIB desestacionalizado (lado de la oferta)
Variación trimestral, porcentaje

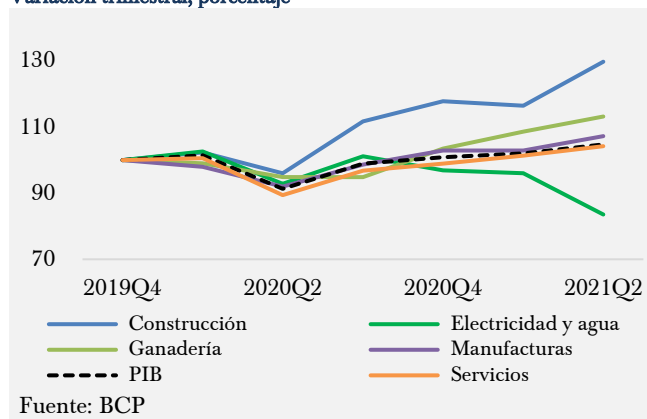


Gráfico III.2
PIB desestacionalizado (lado del gasto)
Variación trimestral, porcentaje

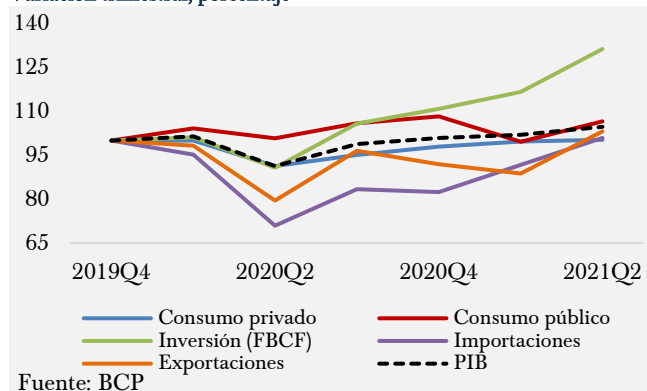


Tabla III.1
PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

Sectores	Peso 2020	2020				2021	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura	8,7	18,1	15,1	2,8	-1,2	-11,6	-5,2
Ganadería, For., Pes. y Min.	3,1	9,3	0,3	-4,7	3,9	9,8	18,7
Industria	19,2	0,3	-5,8	-0,2	3,1	5,0	16,5
Elect. y agua	7,2	2,8	-8,6	1,1	-3,0	-6,0	-10,5
Construcción	7,0	11,5	5,6	13,9	18,1	13,7	34,8
Servicios	47,6	2,3	-10,9	-3,8	-0,8	0,8	16,3
Imp. a Prod.	7,2	0,4	-21,4	-2,9	0,6	-0,5	28,9
PIB Total	100,0	4,2	-7,2	-1,1	1,2	0,5	14,5
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,9	2,7	-8,7	-1,4	1,8	2,7	18,0

Fuente: BCP

Actividad y demanda

La actividad económica ha seguido mostrando un buen dinamismo en los últimos meses. En el segundo trimestre, el PIB desestacionalizado creció 2,8% respecto al primer trimestre, explicado por el impulso de las construcciones, la ganadería, las manufacturas y los servicios, mientras que, el sector de electricidad y agua continuó con una trayectoria a la baja (gráfico III.1). Por el lado del gasto, la recuperación se debe mayormente al repunte significativo de la inversión, acompañado por una mejora gradual del consumo privado. En línea con ello, se observa también un aumento de las importaciones en los últimos trimestres (gráfico III.2).

En términos interanuales, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue 14,5%, en parte, debido a la menor base de comparación. Se observó un buen comportamiento de los servicios, la industria, la construcción y la ganadería. Por el lado del gasto, el componente con mayor incidencia fue la formación bruta de capital fijo (FBCF) y el consumo privado. De esta forma y, al cierre del primer semestre, se registró un crecimiento acumulado de 6,9%.

El sector de los servicios experimentó un crecimiento interanual del 16,3%, verificándose un efecto estadístico favorable por la menor base de comparación, sobre todo en aquellas actividades más afectadas por las medidas sanitarias en el año anterior. En el comportamiento interanual, los de mayor incidencia positiva fueron los servicios a los hogares (incluye salud, educación y esparcimiento), los restaurantes y hoteles, comercio, los servicios a las empresas (incluye agencias de turismo, consultorías, publicidad, etc.) y transportes. Asimismo, se registraron resultados favorables en telecomunicaciones, intermediación financiera y los servicios gubernamentales. Con este resultado, el crecimiento del sector servicios al primer semestre de 2021 fue de 8,1%.

Por su parte, la actividad manufacturera presentó una expansión de 16,5% en términos interanuales y de 10,4% en términos acumulados. El resultado del trimestre se debió al desempeño en la producción de carnes, molinerías y panaderías, bebidas y tabacos, productos químicos, cueros y calzados, textiles y prendas de vestir, minerales no metálicos, productos metálicos, metales comunes, papel y productos del

Gráfico III.3
PIB: Sectores de Oferta
Incidencia, porcentaje

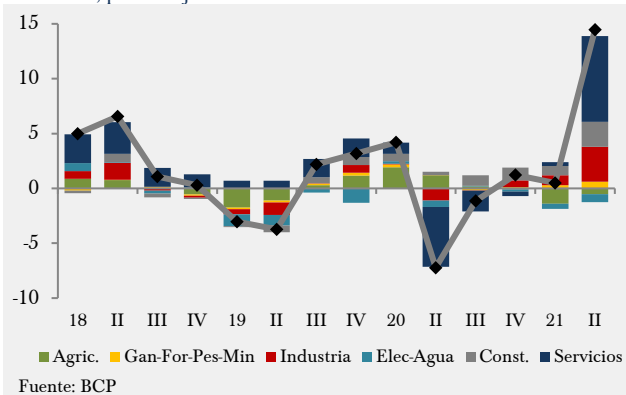
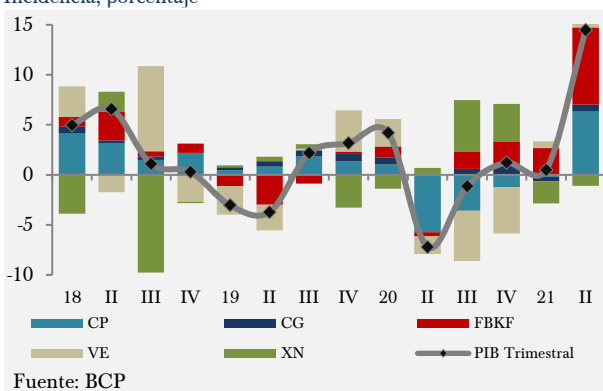


Tabla III.2
PIB: componentes de demanda
Variación interanual, porcentaje

Componentes	Peso 2020	2020				2021	
		I	II	III	IV	I	II
Consumo total	75,6	2,4	-7,4	-3,8	-0,1	-0,9	9,0
Consumo privado	63,1	1,7	-8,7	-5,4	-1,9	-0,3	9,7
Consumo público	12,5	6,7	0,1	5,3	8,2	-4,2	5,6
FBC	20,2	17,1	-12,9	-16,1	-10,5	13,3	54,3
FBCF*	19,4	6,1	-2,5	8,6	11,5	15,0	44,2
Exportaciones	32,5	-5,9	-23,3	-5,0	-7,0	-10,4	29,6
Importaciones	28,5	-2,4	-29,3	-18,8	-17,3	-3,8	42,1
PIB Total	100,0	4,2	-7,2	-1,1	1,2	0,5	14,5

*Representa el 73,3% de la FBC
Fuente: BCP

Gráfico III.4
PIB: Componentes de Demanda
Incidencia, porcentaje



papel. No obstante, estos resultados se vieron atenuados por las variaciones negativas en la producción de aceites y la producción de lácteos.

El sector de la construcción verificó un crecimiento de 34,8%, acumulando una tasa de 23,6% al cierre de junio. El comportamiento de la actividad ha estado influenciado principalmente por el mayor dinamismo verificado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. En tal sentido, se ha observado un importante crecimiento en la demanda de los principales insumos empleados por el sector.

Por su parte, el sector de la ganadería, forestal, pesca y minería, creció 18,7% interanual, acumulando así un crecimiento de 14,2% al primer semestre de 2021. El resultado del trimestre está explicado principalmente por el mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, porcino y de aves. De igual forma, se han observado también desempeños favorables en la minería, coherente con los buenos resultados del sector de la construcción.

En contrapartida, el sector agrícola se contrajo 5,2% interanual y 9% en términos acumulados. El menor dinamismo se debió principalmente a los menores niveles de producción de soja, el maíz, el trigo, el arroz y la caña de azúcar. No obstante, estos resultados fueron parcialmente atenuados por las variaciones positivas registradas en la producción de mandioca y otros tubérculos.

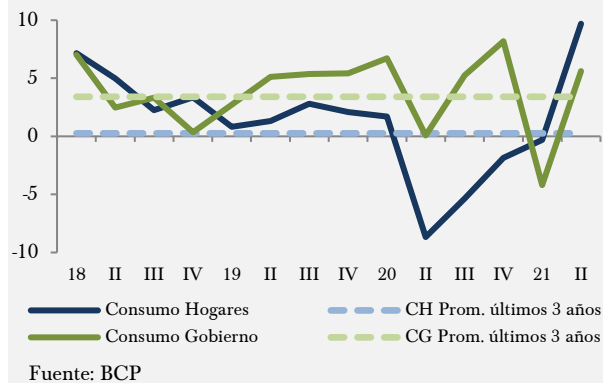
Asimismo, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) experimentó una variación interanual de -10,5% y una tasa acumulada de -8,0%. El desempeño desfavorable del trimestre siguió siendo explicado por la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido al menor caudal hídrico del río Paraná.

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

Por el lado de la demanda interna, la misma verificó un crecimiento interanual de 16,7%, acumulando una variación de 9,1% al cierre del primer semestre del 2021. Entre sus principales componentes ha predominado el incremento en la formación bruta de capital (FBC) en 54,3% (en gran medida debido al aumento en la formación bruta de capital fijo),

Gráfico III.5
Consumo total

Variación interanual, porcentaje

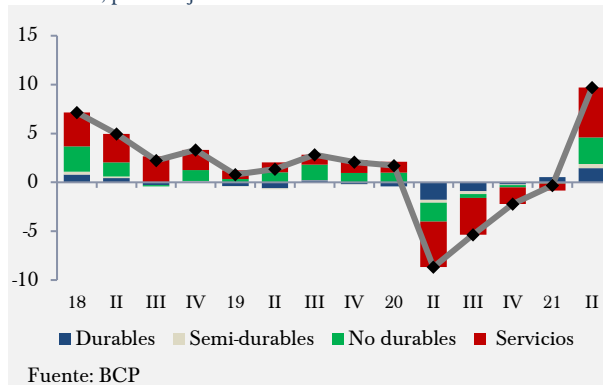


mientras que el consumo total registró un crecimiento de 9,0%, ambos en términos interanuales.

Al desagregar el consumo total, el consumo privado verificó una variación interanual de 9,7%, debido fundamentalmente al aumento de los gastos en servicios (especialmente los relacionados a los servicios a los hogares, restaurantes y hoteles, telecomunicaciones y transporte), en bienes no durables (principalmente alimentos y bebidas, artículos personales y combustibles) y, en menor medida, en el consumo de bienes durables, como los vehículos automotores, equipamientos para el hogar, entre otros. De esta forma, el consumo privado acumuló un crecimiento de 4,5% al primer semestre de 2021. Por su parte, el consumo de gobierno verificó una variación interanual de 5,6%, mientras que, de forma acumulada al primer semestre de 2021, alcanzó una variación de 0,7%.

Gráfico III.6
Componentes del consumo privado

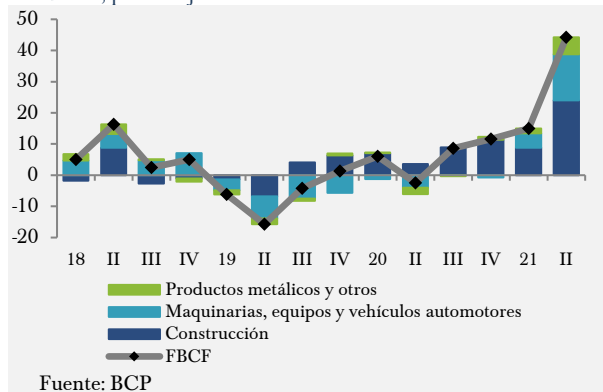
Incidencia, porcentaje



La formación bruta de capital fijo (FBCF) verificó un crecimiento de 54,3% con respecto al mismo trimestre de 2020 y, con este resultado, acumuló una expansión de 28,2% al primer semestre. El desempeño del trimestre fue influenciado, principalmente, por el mayor nivel en las construcciones y las inversiones en maquinarias y equipos.

Gráfico III.7
Componentes de la inversión (FBCF)

Incidencia, porcentaje

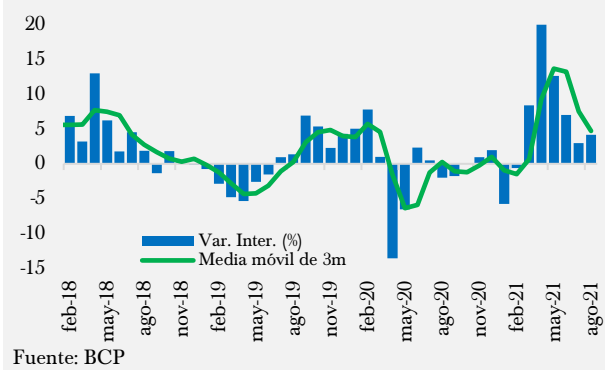


Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento interanual de 29,6% en valores constantes, resultado que se explicó fundamentalmente, por el aumento de las reexportaciones, carne bovina y servicios de transformación (maquila) y, en menor medida, los envíos de soja en grano y sus derivados. Por otro lado, se observaron caídas en la venta de energía eléctrica y en los servicios de transportes (servicios de fletes brindados por paraguayos al exterior). La incidencia en la tasa de crecimiento de los bienes ha sido de 27,0 p.p. y de los servicios 2,6 p.p.

A su vez, las importaciones de bienes y servicios tuvieron un crecimiento interanual de 42,1% en valores constantes, siendo las partidas de mayor incidencia positiva las maquinarias y equipos, vehículos automotores, combustibles y lubricantes. Dentro de los servicios, se destacó la mayor dinámica de los transportes (servicios de fletes adquiridos por paraguayos desde el exterior). La incidencia de los bienes fue de 37,6 p.p. y de los servicios 4,5 p.p.

Gráfico III.8
Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP)

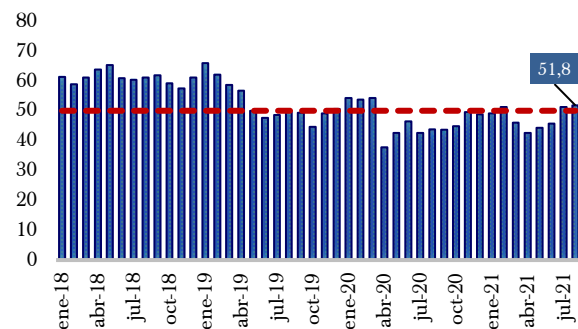
Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



De esta manera, la demanda interna fue el componente que más contribución tuvo en el incremento del PIB del segundo trimestre de 2021 (15,6 p.p.), principalmente debido a la FBC (8,5 p.p.). En contrapartida, la demanda externa neta registró una incidencia de -1,1 p.p.

Finalmente, conforme a los indicadores más adelantados, la actividad económica seguiría expandiéndose en el próximo trimestre, explicada esencialmente por los servicios, las manufacturas y la ganadería. La reducción en el número de contagios, el avance en el proceso de inmunización de la población y la mayor movilidad de las personas podrían seguir favoreciendo las expectativas de los consumidores y la recuperación de aquellos segmentos del sector servicios que han sido más afectados por la pandemia de COVID-19.

Gráfico III.9
Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



Fuente: BCP

Gráfico III.10

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

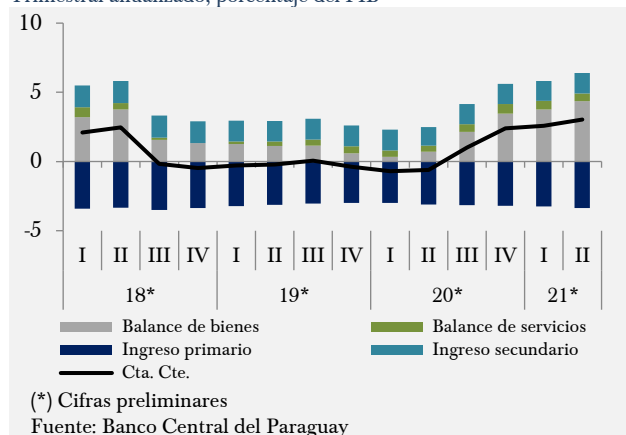


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2019*	2020*	2021 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	-145,8	843,2	431,7
Balanza Comercial	203,6	1.225,8	766,2
Exportaciones	12.116,3	10.954,9	12.746,8
Importaciones	11.912,8	9.729,2	11.980,5
Servicios	194,0	252,3	245,0
Ingreso primario	-1.120,5	-1.158,1	-1.102,5
Ingreso secundario	577,3	523,2	523,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,4	2,3	1,1

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Cuenta Corriente⁴

Conforme a los últimos registros disponibles de las cuentas externas, y en consideración a la evolución más probable de las variables macroeconómicas internas y externas relevantes para los componentes de la cuenta corriente, se ha revisado a la baja el saldo de la balanza comercial, mientras que la balanza de servicios se ha corregido ligeramente al alza.

Para las exportaciones, se prevé un crecimiento de 16,4%, levemente inferior a la tasa pronosticada en el informe anterior (17%). Este ajuste se debe, principalmente, a una mayor caída en los niveles de exportación de energía eléctrica. La tasa del 16,4% se explicaría por un aumento de las exportaciones registradas, sustentado en los altos precios de los *commodities* y en los mayores volúmenes de carne vacuna, maíz, trigo y de productos ligados a la industria de la maquila. Además, se espera un crecimiento importante de las reexportaciones, influenciado en parte, por un efecto de menor base, como así también por la recuperación de la economía brasileña, que podría afectar positivamente al comercio fronterizo.

En lo que respecta a las importaciones, la previsión de crecimiento se ajustó de 19% a 23%, coherente con el ajuste al alza de la demanda interna (consumo privado e inversión). En esta corrección también incidieron los altos precios de las importaciones, especialmente de los combustibles derivados del petróleo, que se ubicaron por encima de lo previsto en el informe anterior. Además, es apropiado puntualizar que, a la par del repunte de las reexportaciones, se prevé un crecimiento importante de las importaciones bajo el régimen de turismo.

Con estos resultados esperados, la proyección del saldo de la balanza comercial se redujo de USD 1.253 millones a USD 766 millones. Por su parte, la balanza de servicios se ajustó al alza de USD 227,6 millones a USD 245 millones. Con ello, el pronóstico del saldo de la cuenta corriente disminuyó de USD 895 millones (2,3% del PIB) a USD 431,7 millones (1,1% del PIB).

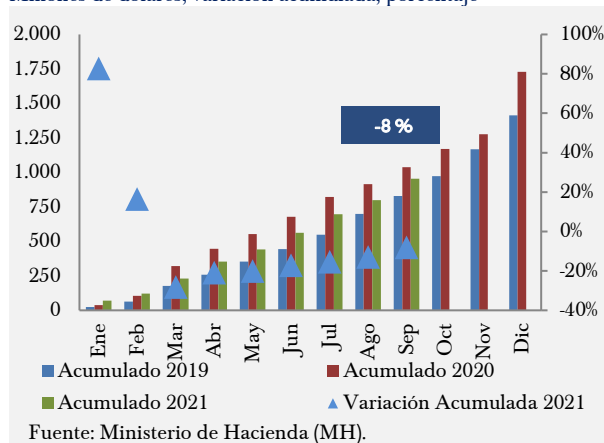
⁴ En el marco del fortalecimiento de las Estadísticas del Sector Externo, los datos de la serie han sido revisados y actualizados conforme al Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI: www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-i131

Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central
En miles de millones de guaraníes

	Sept. 2020	Sept. 2021	Var. (%)
Ingreso total recaudado	23.282	27.031	16,1%
Ingresos tributarios	16.206	19.392	19,7%
Contrib. sociales	1.907	2.101	10,2%
Donaciones	843	1.286	52,5%
Otros ingresos	4.326	4.252	-1,7%
Gasto total obligado	27.224	26.487	-2,7%
Remuneración a los empleados	12.053	12.235	1,5%
Uso de bienes y servicios	2.390	2.978	24,6%
Intereses	1.970	2.329	18,2%
Donaciones	3.133	3.210	2,4%
Prestaciones sociales	6.702	4.627	-31,0%
Otros gastos	976	1.109	13,7%
Balance operativo	-3.942	544	
Adquisición neta de activos no financieros	5.204	4.786	-8,0%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-9.146	-4.242	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.11
Inversión física de la Administración Central
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Finanzas públicas

Los ingresos totales recaudados a septiembre ascendieron a 27 billones de guaraníes, equivalente a un incremento del 16,1% en términos acumulados. Este resultado se explica principalmente por un incremento del 19,7% de las recaudaciones de los ingresos tributarios, los cuales han continuado con un dinamismo acorde con la recuperación de la actividad económica y de la demanda. La mejora en la recaudación acumulada en los ingresos tributarios se debió a un incremento del 20,7% de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) y del 18% de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA). Además, se han verificado incrementos en las donaciones en 52,5% y contribuciones sociales en 10,2% acumulados a septiembre 2021 en comparación al mismo periodo del año anterior. Por otro lado, los otros ingresos se redujeron en 1,7%, debido a menores ingresos por royalties y compensaciones de Itaipú y Yacretá.

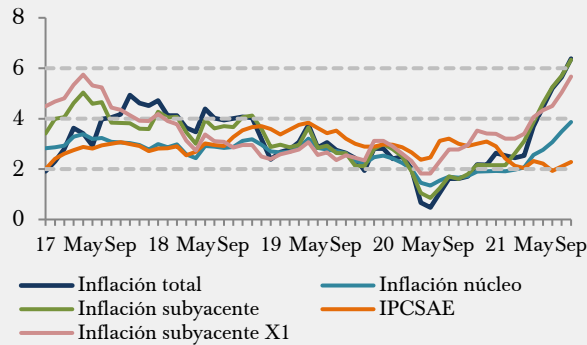
Por su parte, el gasto obligado a septiembre alcanzó 26,5 billones de guaraníes, lo que representa una reducción de 2,7% respecto al acumulado a septiembre de 2020. Este comportamiento se explica principalmente por una caída del concepto de prestaciones sociales en 31%, explicado principalmente por la finalización de los programas transitorios implementados en el marco de la Emergencia Nacional. Por otro lado, se incrementaron los gastos en uso de bienes y servicios en 24,6% (debido al incremento en compra de medicamentos e insumos médicos), el pago de intereses en 18,2% (en particular los correspondientes a los bonos soberanos), remuneración a los empleados en 1,5% (debido esencialmente al pago de personal contratado del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social).

La Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras exhibió una disminución del 8% con respecto al acumulado a septiembre del 2020.

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento Neto) de 4,2 billones de guaraníes a septiembre del presente año, equivalente a un resultado fiscal de -1,6% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -3,7% del PIB.

Gráfico III.12
Indicadores de inflación

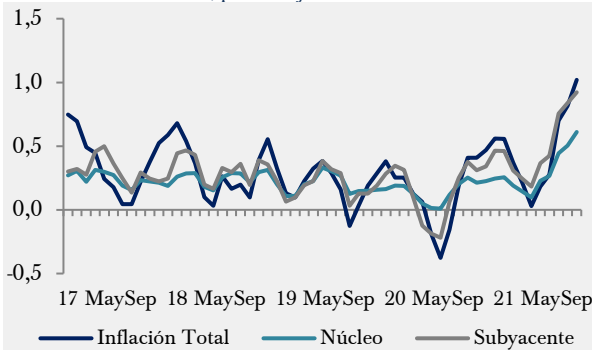
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.13
Inflación mensual

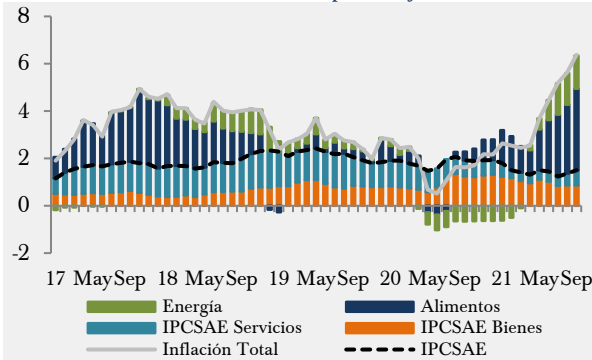
Media móvil tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.14
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total y las medidas subyacentes continuaron mostrando una trayectoria ascendente, explicada principalmente por el aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles, afectados a su vez por el incremento de los precios de los commodities a nivel internacional.

En el mes de septiembre de 2021, **la inflación total** registró una variación interanual del 6,4%, por encima de la observada en junio de 2021, que fue del 4,5%. El promedio entre julio y septiembre se situó en 5,7%, por encima del 3,6% observado en el segundo trimestre del año y, también mayor al promedio del 1,4% observado en el mismo trimestre del año pasado (gráfico III.12). De esta manera, puede notarse que la menor base de comparación también influyó en las altas tasas interanuales del tercer trimestre del 2021.

Entre julio y septiembre del 2021, **la inflación subyacente (excluye frutas y verduras)** promedió una tasa interanual del 5,8%, mientras que la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) observó una tasa promedio interanual 5,1%, ambas tasas superiores a las registradas en el segundo trimestre del año 2021 que fueron del 3,9% para cada uno de los indicadores. Por su parte, la inflación núcleo verificó una tasa interanual promedio del 3,5% (2,5% durante el segundo trimestre del 2021) (gráfico III.12).

El promedio mensual de **la inflación total** en el trimestre julio-septiembre del corriente fue 1%, superior al 0,3% observado entre abril y junio del 2021, y también mayor al verificado en el tercer trimestre del año pasado (0,4%). Por su parte, la inflación núcleo y la subyacente promediaron en el mismo periodo tasas del 0,6% y 0,9%, superiores al promedio de variaciones registradas en el segundo trimestre del año que fueron del 0,3% y 0,4%, respectivamente. (gráfico III.13).

Por otra parte, el **IPCSAE (IPC sin alimentos y energía)**, en el tercer trimestre, promedió una tasa de variación interanual de 2,1%, levemente inferior al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,2%. En este lapso, El IPCSAE bienes, registró una tasa promedio interanual del 3,2%, menor al 4% observado en el periodo abril-junio de 2021. Dentro del IPCSAE bienes se observaron incrementos en vestimentas, materiales para el mantenimiento del hogar, artículos de

Gráfico III.15

Inflación de bienes y servicios administrados
Variación interanual, porcentaje

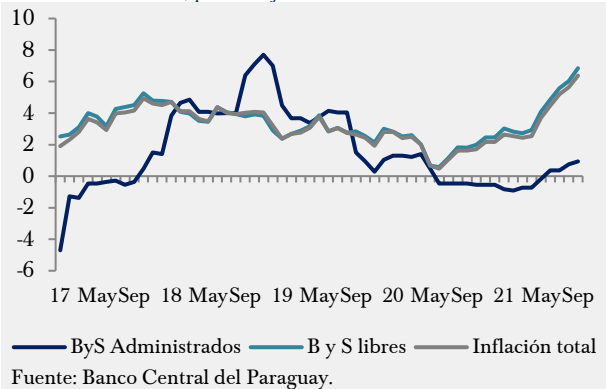


Gráfico III.16

Inflación de bienes transables y no transables
Variación interanual, porcentaje

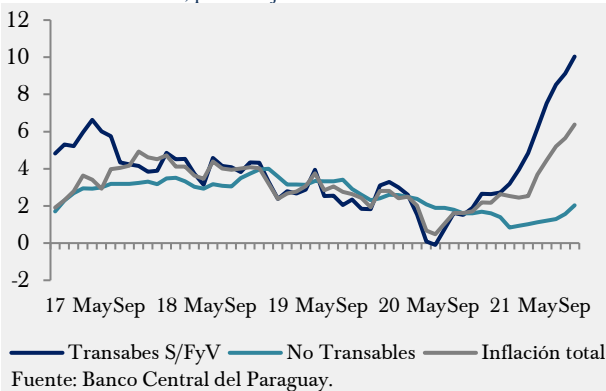
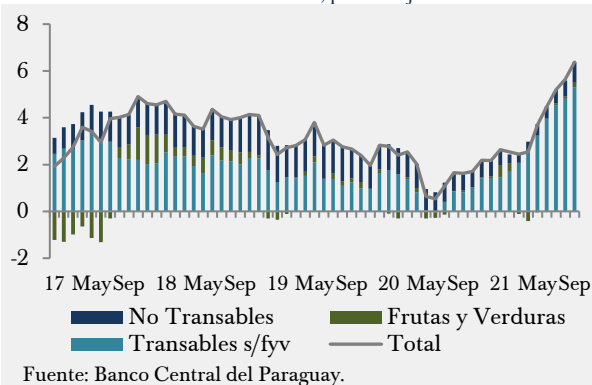


Gráfico III.17

Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



limpieza para el hogar, repuestos para vehículos, y productos farmacéuticos, entre otros. En tanto que, el IPCSAE servicios entre julio-septiembre verificó una variación promedio interanual del 1,3%, superior a la variación promedio del 1% observado en trimestre anterior, debido a los aumentos en los diferentes servicios de la canasta apuntados principalmente en servicios para mantenimiento del hogar, servicios de la salud, servicio de cuidado personal, alimentos consumidos fuera del hogar, servicios funerarios, servicio doméstico y, pasaje en ómnibus interurbano (gráfico III.14).

Por su parte, **los alimentos** registraron aumentos con relación al trimestre anterior. Así, la variación interanual promedio del tercer trimestre del año se ubicó en 11,8%, muy por encima del 6,5% observado entre abril-junio, afectados por el alza de los precios de los *commodities* a nivel internacional, varios de ellos utilizados como insumos básicos para la elaboración de algunos alimentos. En ese sentido, se destacan principalmente los incrementos en productos panificados, harinas, pastas y arroz, carne de aves, carne de cerdo, embutidos, productos lácteos, hortalizas, y carne vacuna, entre otros. La carne vacuna, con una alta incidencia dentro de los alimentos, siguió mostrando aumentos en el periodo, que continuó siendo afectado por el buen dinamismo de las exportaciones y los mejores precios internacionales. Adicionalmente, se menciona los efectos de la sequía generando subas en los costos de alimentos para ganado que finalmente también son trasladados a los precios finales (gráfico III.14).

Con relación a los **bienes derivados del petróleo**, se registraron aumentos en los precios de los combustibles, el tercero en lo que va del año 2021, que responde al comportamiento en la cotización internacional. En ese contexto, se subrayan las alzas de precios en las naftas, gasoil común, gasoil aditivado, y gas de uso doméstico (gráfico III.14).

Los **bienes administrados** registraron una variación interanual promedio de 0,7%, superior al -0,2% verificado en el trimestre abril-junio del 2021, explicado por el aumento en el precio del pasaje interurbano, que a su vez se debe al incremento del precio de los combustibles. En tanto que, los bienes libres verificaron una tasa interanual promedio de 6,2%, superior al 3,9% registrado en el trimestre abril-junio del 2021 (gráfico III.15).

Gráfico III.18

Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje

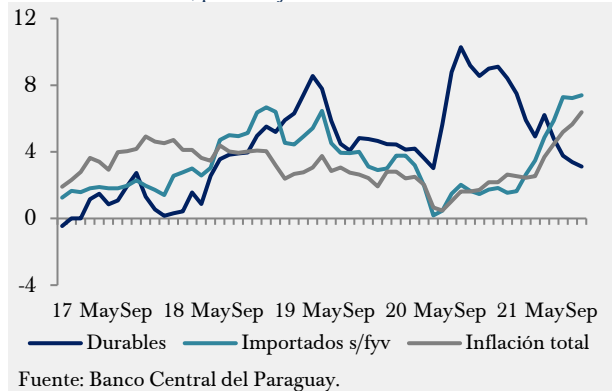


Gráfico III.19

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

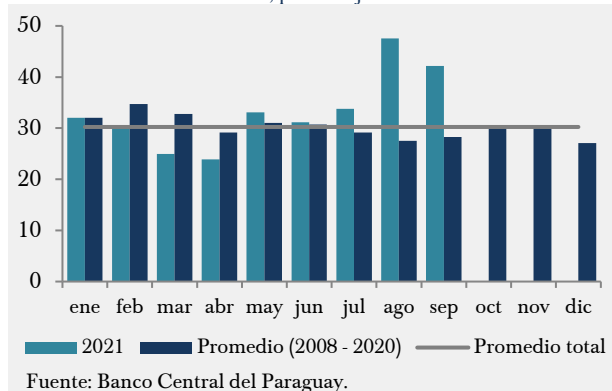
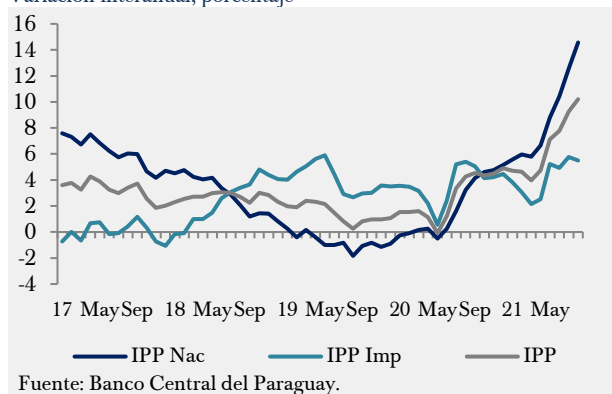


Gráfico III.20

Índice de Precios del Productor (IPP)
Variación interanual, porcentaje



Con respecto a los **bienes transables (sin frutas y verduras)**, los mismos verificaron una inflación interanual promedio de 9,2% entre julio y septiembre, superior al 6,2% observado en el trimestre anterior. Se destacaron las subas en los productos alimenticios, bienes para conservación y mantenimiento del hogar, productos de limpieza para el hogar, productos farmacéuticos, bienes durables, y los combustibles. En el conjunto de los **bienes y servicios no transables**, la variación promedio interanual del 1,1% observado en el segundo trimestre subió a una tasa promedio del 1,6% en el tercer trimestre, producto del comportamiento al alza de los servicios para mantenimiento del hogar, servicios de cuidado personal, servicios de la salud, mantenimiento de vehículos, pasaje de ómnibus interurbano, alimentos consumidos fuera del hogar, servicios funerarios y servicio doméstico. Este último, como consecuencia del reajuste del salario mínimo a partir del mes de julio (gráfico III.16) (gráfico III.17).

Por otro lado, la tasa promedio interanual de los **bienes durables** observaron un menor crecimiento con relación al último informe. La variación promedio interanual en julio-septiembre fue del 3,4%, inferior al 5,3% registrada en el periodo abril-junio (gráfico III.18).

Por su parte, la **proporción de productos que registraron variaciones positivas** superiores al 0,333% (4% en términos anualizados) fue 41,1% en el tercer trimestre, superior a la media del trimestre abril-junio del año 2021 que fue del 29,4%, y también mayor al promedio histórico total de 28,3% (gráfico III.19).

Con respecto al **Índice de Precios del Productor (IPP)**, el mismo registró un incremento con relación al último informe de IPoM. En ese sentido, la inflación acumulada a agosto ascendió a 7,5%, por encima del 2,8% registrado a junio de este año. La variación interanual, por su parte, verificó similar comportamiento obteniendo un resultado del 10,2% en el mes de agosto, superior al resultado de junio (7,8%). La agrupación de productos nacionales mostró un aumento en la variación acumulada que en agosto se ubicó en 10,2%, por encima de la tasa acumulada del 3,8% apuntada en junio. En esta agrupación de productos nacionales, todos sus componentes han observado subas en el lapso de julio-agosto, destacándose principalmente los incrementos en productos de la agricultura, animales vivos (ganado vacuno, porcino, y aves), productos de la pesca, alimentos manufacturados señalados en productos de la carne (carne vacuna, carne porcina, carne

Gráfico III.21

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



de aves, embutidos, y menudencias vacunas), productos lácteos, molinería y panaderías. Asimismo, se verificaron subas en productos de madera y metales básicos. Por su parte, la agrupación de productos importados acumuló a agosto de 2021 una variación del 4,5%, superior a la obtenida en junio de este año que fue del 1,7%, y el resultado interanual en el mes de agosto ascendió a 5,5%, mayor al 4,9% registrado en junio de 2021. En esta agrupación se vieron aumentos en casi todas las ramas de actividad económicas que la componen. Así, se destacan los incrementos en productos de la agricultura, animales vivos, silvicultura, y productos alimenticios apuntados en aceites, y productos lácteos. Por su parte, también se destacan las subas en productos metálicos, maquinarias y equipos, sobresaliendo las alzas en metales comunes, equipos de carga y maquinarias agrícolas, vehículos, equipos de oficinas, entre otros. Adicionalmente, se menciona el aumento en la sección de bienes transportables no metálicos, que observó incrementos en productos de papel, productos de la madera, combustibles, y productos químicos (gráfico III.20).

El **Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY)**, registró entre julio-agosto una variación promedio interanual del 42,3%, superior a la variación interanual promedio observada en abril-junio del 2021 (41,8%), el cual se explica por los incrementos en los precios internacionales de la carne, trigo, maíz, aceites, azúcar, café, arroz y trigo. Con relación a la variación promedio mensual a julio-agosto, la misma fue del 2,1%, por debajo del 4,5% observada entre abril y junio del año 2021 (gráfico III.21).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la **Encuesta de Variables Económicas (EVE)** del mes de septiembre, se ubican en 4,5% para el cierre del año 2021. Para el 2022 y para el horizonte de política monetaria, los agentes estiman una inflación de 4%, 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	-3,3	6,0	-3,1	5,9	4,5
EE.UU.	-3,5	6,6	-3,4	5,8	4,0
Eurozona	-6,5	4,5	-6,4	5,0	4,3
China	2,3	8,5	2,3	8,2	5,5
Brasil	-4,1	5,1	-4,1	5,2	1,9
Argentina	-9,9	6,0	-9,9	7,2	2,3
Socios comerciales	-6,0	5,7	-6,0	6,5	2,8
Socios Mercosur	-6,9	5,6	-6,9	6,2	2,2

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de junio, el pronóstico de crecimiento de la economía mundial ha sido revisado levemente a la baja, ante ajustes negativos en varias de las principales economías, incluyendo a Estados Unidos y China. Las previsiones de crecimiento económico mundial para 2021 se ubican en 5,9% anual, disminuyendo 0,1 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 4,5%.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2021 se deterioraron desde el último IPoM, pasando de 6,6% a 5,8%, señalando una menor recuperación a la prevista, explicada en parte por los rebrotes de contagios de COVID-19, a causa de la variante delta y las disrupciones más persistentes en la oferta. Para el año 2022, se espera una tasa de variación anual del 4,0%.

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2021 aumentó 0,5 p.p., situándose en 5,0%, indicando así una recuperación superior a la reportada en el IPoM anterior, consistente con indicadores de actividad más favorables. Para el próximo año se proyecta un crecimiento del PIB del 4,3% anual. En China, la estimación de crecimiento para el año corriente se redujo 0,3 p.p. a 8,2% anual, corrección que estaría explicada por las limitaciones de producción en el sector manufacturero y un aumento temporal de la curva de contagios de COVID-19. Para 2022 se prevé una tasa de crecimiento del 5,5% para la economía china.

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 junio presentaron ajustes al alza. Para Brasil, se estima un crecimiento del PIB del 5,1% anual en 2021, aumentando 0,1 p.p., respecto al último informe. Para Argentina se elevó la tasa de crecimiento esperada para 2021, pasando de un 6,0% a 7,2% anual. Para 2022, se esperan variaciones

positivas para ambos países, de 1,9% para Brasil y de 2,3% para Argentina.

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur mejoraron para 2021, situándose en 6,2% (5,6% en el informe anterior), mientras que, para 2022 se estima un crecimiento del PIB de los socios del Mercosur de 2,2% 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 5,7% a 6,5% y, para 2022 se ubican en 2,8% anual.

En cuanto a la inflación en el escenario internacional, se verificaron aumentos durante el tercer trimestre, señalando una mayor persistencia de las presiones inflacionarias. En Estados Unidos, se han elevado las proyecciones de inflación, en línea con las mayores tasas observadas recientemente. Conforme a estimaciones de *Consensus Forecasts* se espera una tasa de inflación anual, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), de 4,4% para 2021, cifra superior a las proyecciones de julio (3,7%). Para 2022, se prevé una tasa de inflación de 3,4%. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 3,2% en 2021 (2,8% en el IPoM anterior) y en 3,0% para 2022. En la Eurozona, también se incrementaron las perspectivas de inflación. La inflación anual prevista para 2021 pasó de 1,9% en julio a 2,3% en octubre. Para 2022, la proyección de la inflación se ubica en 2,0% anual.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2021 y 2022. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 49,5%, por encima del 48,0%, reportado en el IPoM anterior, mientras que el próximo año se reduciría a 46,4% anual. Para Brasil, volvieron a aumentar significativamente las perspectivas de inflación para 2021 pasando de una tasa de 6,2% a 8,7% anual y para 2022 se proyecta una inflación anual de 4,5%.

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

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

	2020	2021(f)	2021(i)
Sector Primario	7,8	-3,2	-0,4
Agricultura	10,0	-8,0	-0,7
Ganadería	4,7	11,5	0,3
Forestal, Pesca y Minería	-4,3	7,0	0,1
Sector Secundario	1,7	4,6	1,6
Manufactura	-0,5	7,2	1,4
Construcción	12,6	13,5	0,9
Electricidad y Agua	-1,8	-11,0	-0,8
Sector Terciario	-3,3	6,3	3,0
Gobierno General	5,2	-2,5	-0,2
Comercio	-7,8	10,0	1,0
Otros Servicios ⁵	-4,4	8,0	2,2
Impuestos	-5,6	5,0	0,4
PIB a precios de mercado	-0,6	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,5	7,1	

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	4,5
Demanda Interna	-2,8	8,2
Formación bruta de capital	-4,8	21,9
Formación bruta de capital fijo	6,3	17,2
Consumo total	-2,2	4,6
Consumo privado	-3,5	4,9
Consumo público	5,2	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	-10,3	2,1
Importaciones de bienes y servicios	-17,0	14,3
Cuenta corriente (% del PIB)	2,3	1,1
FBKF (% del PIB nominal)	20,1	22,1

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 1,6% para 2021, inferior al 1,7% esperado en el informe anterior y de 2,0% para 2022.

En el plano doméstico, la proyección central de crecimiento del PIB para el 2021 se mantuvo en 4,5%, con recomposiciones internas a nivel sectorial. El sector primario registrará una tasa negativa de alrededor del 3,2%, la cual significa una mayor caída a la proyectada en el IPoM anterior, sustentada principalmente por una menor producción agrícola, con menores rendimientos de soja, maíz y trigo, las que fueron afectadas por choques climáticos. En el caso de la soja, la sequía produjo pérdidas en la siembra tempranera (campana agrícola 2020/2021) la que ha impactado parcialmente en la producción final, entretanto, las heladas que se produjeron a finales de junio han mermado la producción de maíz y trigo. La ganadería sigue en expansión, aunque se ha moderado en los últimos meses, dando lugar a un ajuste en el margen de 0,5 décimas a la baja, alcanzando así una tasa del 11,5%. El sector secundario prevé un crecimiento de 4,6% inferior al 6,6% proyectado en el informe previo. Esta revisión a la baja se explica en mayor medida por electricidad y agua con una fuerte corrección en su tasa de crecimiento (de -6% a -11%), sector que sigue atravesando por una de las mayores crisis en materia de producción, debido a los problemas del caudal hídrico del río Paraná, el cual alimenta a las principales hidroeléctricas generadoras de electricidad. El sector construcción crecería en torno al 13,5% ligeramente menor al 14% señalado en la revisión previa. En cuanto a los servicios, se estima un crecimiento de alrededor del 6,3%, mayor al 4,8% previsto en el IPoM pasado. La apertura de aquellas actividades relacionadas a una mayor interacción social, como los servicios a los hogares, hoteles y restaurantes, servicios a las empresas, entre otras, promueven dicho crecimiento. Además, los impuestos a los productos crecerán a una tasa del 5%, en consistencia con la dinámica de la actividad económica (tabla IV.2).

Por el lado del gasto, se destacan las mejores perspectivas para la demanda interna, tanto del consumo privado

⁵ 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	6,7	4,3	
Inflación IPC diciembre (**)	2,2	6,7	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,0	6,6	4,4	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,2	6,6	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

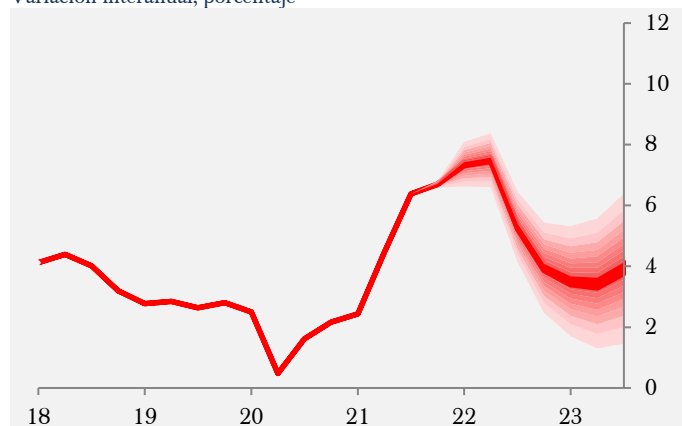
(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

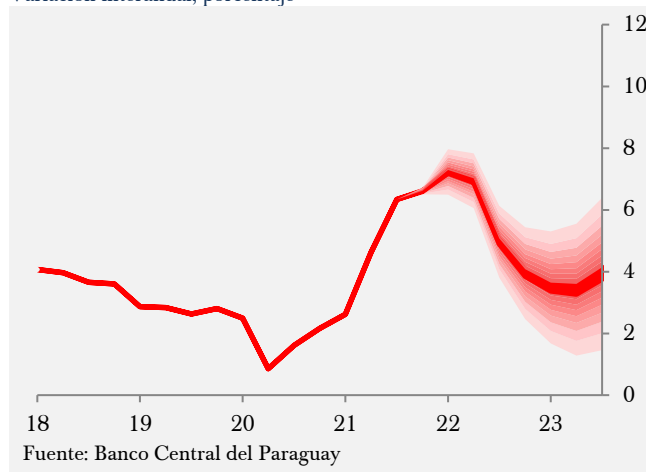


Fuente: Banco Central del Paraguay

como de la inversión, mientras que la demanda externa neta se ajustó a la baja. La demanda interna prevé un crecimiento del 8,2% superior al 5,9% previsto en el informe anterior. El consumo privado experimentará un crecimiento en torno al 4,9%, superior al 3,9% previsto en el IPoM de junio, explicado especialmente por las mejores perspectivas para el consumo de ciertos servicios (centros comerciales, restaurantes, eventos artísticos, eventos deportivos, etc.) que estuvieron limitados en su oferta y en su demanda por la pandemia, y que, ante el mejor panorama sanitario, pueden repuntar con mayor fuerza en el último tramo del año. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, si bien las construcciones se han moderado, el impulso de la inversión en maquinarias y equipos ha sido muy superior a lo esperado, lo cual ha influido en la corrección al alza de este componente. La demanda externa neta se revisó a la baja, debido, por un lado, al recorte en la proyección de las exportaciones (de 6,9% a 2,1%) sustentado en menores volúmenes de envíos de soja y sus derivados, así como de la energía eléctrica. Por otro lado, las importaciones registrarían una tasa de 14,3%, superior al 12,1% proyectado en el informe pasado, coherente con el mejor desempeño previsto para la demanda interna (tabla IV.3).

La proyección de inflación para el 2021 se ajustó de 4,0% a 6,7%, consistente con el comportamiento reciente de los precios. En el tercer trimestre, los datos observados de inflación se ubicaron significativamente por encima de lo pronosticado para ese periodo, mostrando un incremento en las tasas de variación como en la velocidad. Esto implica un punto de partida más elevado para las proyecciones y ralentiza la convergencia de la inflación a la meta del 4%. Los incrementos, si bien están concentrados en los productos alimenticios y de energía, ubicaron a la inflación total interanual por encima del límite superior del rango meta en el mes de septiembre. El aumento se debe principalmente a choques de oferta más persistentes de lo esperado. De esta manera, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación permanecería en niveles elevados en el primer semestre del 2022 (efecto base importante), para luego empezar su proceso de convergencia a partir del tercer trimestre y

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



llegando a su nivel objetivo en el horizonte relevante para la política monetaria (tabla IV.4).

Escenarios de Riesgo

En el plano internacional, las perspectivas del crecimiento de la economía mundial, si bien siguen siendo favorables, persisten riesgos a la baja. En diversos países, continúan elevados los contagios ocasionados por la variante delta, y continúa latente el riesgo de que esta variante o nuevas cepas que se originen puedan propagarse, arriesgando la salud de las personas y causando nuevas restricciones a la movilidad. Si bien los avances en la vacunación han sido favorables en muchas regiones, a nivel mundial la proporción de población con vacunación completa es aún baja⁶, lo cual a su vez exacerba la probabilidad de nuevas mutaciones del virus. En contrapartida, la aprobación de más vacunas y/o para más rangos de edades junto con la mayor disponibilidad de estas para aquellos países con mayores rezagos puede ayudar a contrarrestar este riesgo.

Los elevados niveles de precios internacionales de *commodities* alimenticios y energéticos explican en gran parte las presiones inflacionarias existentes a nivel global y regional. La mayor persistencia de estos choques puede aumentar el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, lo cual a su vez puede derivar en mayores incrementos de precios. Más aún, los problemas de escasez de energía en países asiáticos y europeos, que han provocado una menor producción en fábricas de otras materias primas pueden incrementar el riesgo del alza en los niveles de precios. Las disrupciones más persistentes en las cadenas globales de suministros que limiten la oferta en un contexto de recuperación más rápida de la demanda también podrían exacerbar las presiones inflacionarias. Para mitigar estos riesgos, diversas economías podrían acelerar la normalización de la política monetaria. A su vez, esto implicaría un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, lo cual podría afectar especialmente a las economías emergentes y en desarrollo que cuentan con altos niveles de deudas en moneda extranjera y amplias necesidades de financiamiento.

⁶ Al momento de la elaboración de este reporte, el porcentaje de la población con vacunación completa a nivel mundial es de 36%, conforme a datos de OurWorldInData.org

Para los principales socios comerciales del país de la región, en particular, existen riesgos para las cuentas fiscales e incertidumbre en el panorama político que pueden afectar eventualmente el dinamismo de sus economías o generar un incremento en la percepción de riesgo de la región. En Brasil, si bien han mejorado los indicadores de sostenibilidad de la deuda, aún persisten los riesgos de un deterioro de estas derivados de posibles nuevos programas de transferencias sociales, un potencial aumento de gastos del gobierno por las elecciones presidenciales y la incertidumbre en torno a la duración del incremento en la recaudación. De manera similar, en Argentina, pese a los esfuerzos en la reestructuración de la deuda, también se acercan elecciones presidenciales, elevando la incertidumbre política con lo cual podrían aumentarse los gastos públicos.

En el plano local, la situación sanitaria ha mejorado sustancialmente, no obstante, persisten riesgos derivados de la aparición o expansión de nuevas variantes del virus (SARS-Cov-2). El número de nuevos infectados, hospitalizados y fallecimientos por COVID-19 se redujo a niveles mínimos desde el mes de septiembre, permitiendo una mayor reapertura de los sectores económicos y una mayor movilidad de las personas. Sin embargo, no debe perderse de vista que un rebrote de la enfermedad por la expansión de la variante delta o por la aparición de cepas más agresivas siguen representando un riesgo latente para los próximos meses. En la medida que el proceso de inmunización avance al ritmo observado desde mediados de julio, este riesgo se mitigaría de manera importante, lo cual seguiría favoreciendo la recuperación económica, especialmente del sector servicios.

Recuadro I: Análisis de la evolución de la inversión en Paraguay

Introducción

La inversión es una de las variables clave para el desempeño económico de un país. A diferencia del consumo, la inversión, además de contribuir a la demanda en el corto plazo, incrementa el acervo de capital y la eficiencia productiva, creando de esa manera las condiciones para un crecimiento económico de mediano plazo más elevado.

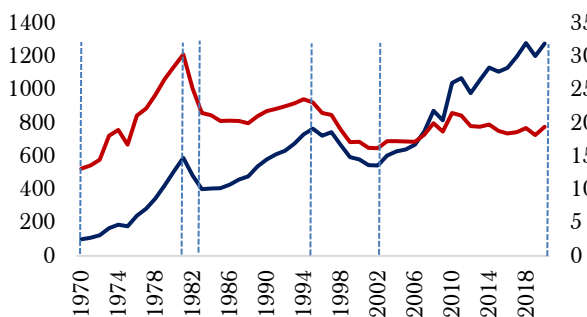
La inversión fue el componente de la demanda interna que más contribuyó a atenuar la caída del PIB en el 2020 y, en el 2021, se perfila nuevamente como el principal impulsor del crecimiento por el lado del gasto. El objetivo del recuadro es analizar la evolución de la inversión en los últimos años, con especial énfasis durante la pandemia de la COVID-19 y las perspectivas hacia adelante.

Evolución de la inversión

Entre 1970 y 2020, la inversión o Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en Paraguay creció a una tasa anual promedio de 5,7%, superior a la media de variación del PIB (4,5%) y del consumo privado (4,2%). Por otro lado, la volatilidad (medida por el desvío estándar) del crecimiento de la inversión (11,3 p.p.) fue superior a la del crecimiento del PIB (3,8 p.p.) y a la del consumo privado (3,8 p.p.), la cual es una característica de la inversión.

Gráfico I

Evolución de la inversión e inversión/PIB (eje der.)
Índice (base 100=1970), porcentaje

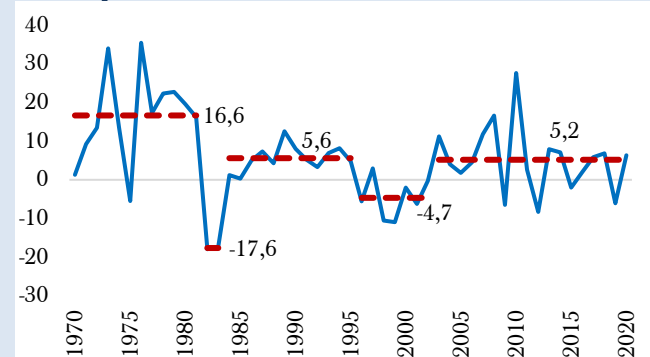


Fuente: BCP

En la evolución de los últimos cincuenta años de la inversión se distinguen, al menos, cinco periodos relevantes: i) expansión significativa entre 1970 a 1981; ii) una caída abrupta, pero transitoria, ente 1982 y 1983; iii) recuperación entre 1984 y 1995; iv) pronunciada contracción entre 1996 y 2002 y v) crecimiento sostenido entre 2003 y 2020⁷ (gráfico I).

Gráfico II

Variación de la inversión (FBKF) en valores constantes
Porcentaje



Fuente: BCP

Un fuerte impulso de la inversión se registró durante la década de 1970 -especialmente desde 1976- e inicios de la siguiente década, explicado en gran medida por la construcción de la represa de Itaipú (16,6% de crecimiento promedio entre 1970 y 1981). Tras la finalización de esta obra y, ante un contexto internacional complejo, la inversión se contrajo fuertemente en 1982 y 1983 (-17,6% en promedio). Posteriormente, recuperó su senda de crecimiento, que perduró hasta 1995 (5,6% de variación promedio entre 1984 y 1995). A partir de 1996 y hasta el 2002, la inversión registró un magro desempeño con una contracción promedio de 4,7%. Este periodo fue marcado por una elevada incertidumbre económica derivada de las sucesivas crisis financieras y un ambiente político y social bastante agitado.

Desde el 2003, se inicia un largo periodo de expansión de la inversión, coincidente con un escenario macroeconómico interno más ordenado y con “vientos de cola” del sector externo (elevados precios de *commodities* y condiciones de financiamiento laxas). El precio de la soja,

⁷ De acuerdo con los pronósticos, la tendencia al alza se mantendría en el 2021.

que rondaba los USD 200 por tonelada hasta el año 2006, se incrementó significativamente superando USD 550 por tonelada en el 2008 y USD 600 por tonelada en el 2012. Estos precios elevados se mantuvieron hasta el segundo trimestre del 2014 (gráfico III). Puede notarse en el gráfico IV, que ese periodo coincide con una expansión extraordinaria de las importaciones de maquinarias (tractores, topadoras, niveladoras, perforadoras, maquinarias extractoras y otras de uso industrial). También se destacan las contracciones en los años de sequía (2009, 2012 y 2019), que se visualizan en la serie de exportaciones de soja, la cual incorpora tanto el efecto precio como el impacto del clima sobre la producción. Por otro lado, es importante mencionar que, entre el 2010 y el 2012, el flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) hacia el sector de elaboración de aceites aumentó significativamente en Paraguay.

En el 2015, con la caída de los precios de los *commodities*, las importaciones de maquinarias se frenaron, profundizándose este escenario en el siguiente año. Entre el 2017 y 2018, volvieron a repuntar, en línea con el buen desempeño del sector agrícola en esos años ⁸ y, probablemente, por la necesidad de renovar el *stock* de maquinarias luego de dos años consecutivos de baja inversión. Sin embargo, puede verificarse que, a partir del 2015, se quiebra la tendencia al alza observada en el periodo del *boom de commodities*. Entre el 2007 y 2014, las importaciones de maquinarias (en dólares) crecieron a una tasa promedio de 38,6%, mientras que, en el periodo 2015-2019, la media de variaciones se situó en -1,7%.

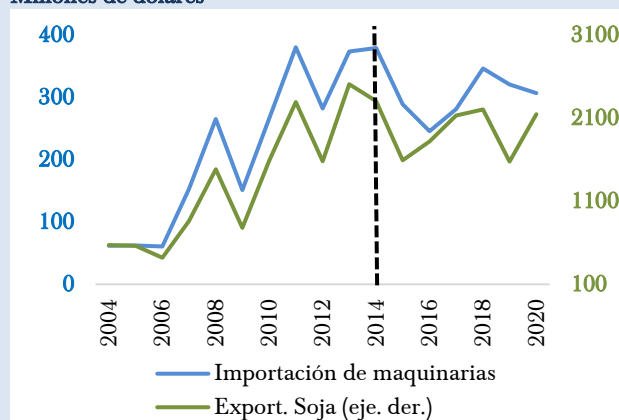
⁸ En el 2016, el rendimiento de la soja fue 2.719 kg/ha ((kilogramos por hectárea), el cual aumentó a 3.100 en el 2017 y a 3.147 en el 2018. En el 2019, se revierte fuertemente como consecuencia de la sequía (rendimiento de 2.390 kg/ha).

Gráfico III
Precio de soja
Dólares por tonelada



Fuente: Bloomberg

Gráfico IV
Importación de maquinarias y exportación de granos de soja
Millones de dólares



Fuente: BCP

A pesar del freno de la inversión en maquinarias, las construcciones han seguido creciendo en los últimos años, impulsadas tanto por los emprendimientos privados⁹, como por la inversión pública (gráfico V). La inversión (FBKF), entre 2015 y 2019, se expandió a una tasa promedio anual de 1,3%.

⁹ La estabilidad macroeconómica, los bajos costos de mano de obra, impuestos bajos, clase media creciente, la rentabilidad, son algunos factores que se mencionan detrás del impulso de la inversión inmobiliaria en Paraguay. La actividad de servicios inmobiliarios creció a una tasa promedio de 3,7% entre el 2009 y 2020, mientras que en el periodo 1992-2002, la tasa media fue 2,9%.

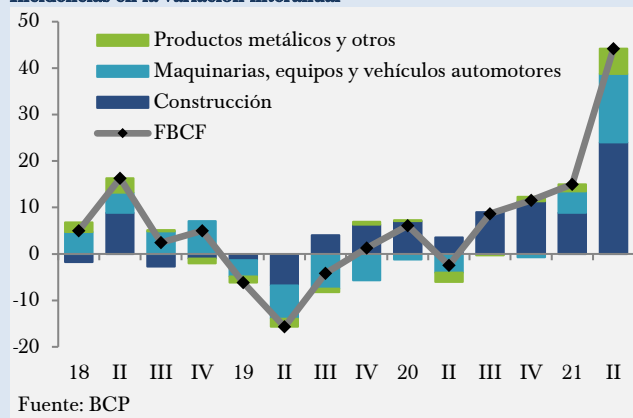
Gráfico V
Adquisición neta de activos no financieros
Millones de dólares



Inversión durante la sequía de 2019 y la pandemia de COVID-19

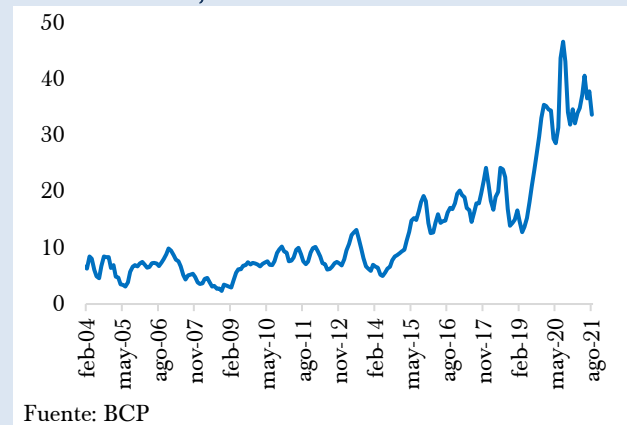
En el 2019, la inversión (FBKF) se contrajo 6,1%, debido particularmente a la caída de las compras de maquinarias, coherente con el escenario de sequía y precios de *commodities* bajos (gráfico IV). Por otro lado, la construcción registró una variación positiva en dicho año, explicada en parte, por el impulso de la inversión pública, en el marco de las medidas anticíclicas encaradas por el gobierno. Puede visualizarse (gráfico VII) que las importaciones de asfalto (un insumo clave en las obras públicas) aumentaron fuertemente a partir de mediados del 2019¹⁰.

Gráfico VI
Componentes de la inversión
Incidencias en la variación interanual



¹⁰ En el 2019, los desembolsos ligados a la inversión pública en infraestructura crecieron 47,1% y las importaciones de asfalto aumentaron 27%.

Gráfico VII
Importación de asfalto
Miles de toneladas, suma móvil de tres meses

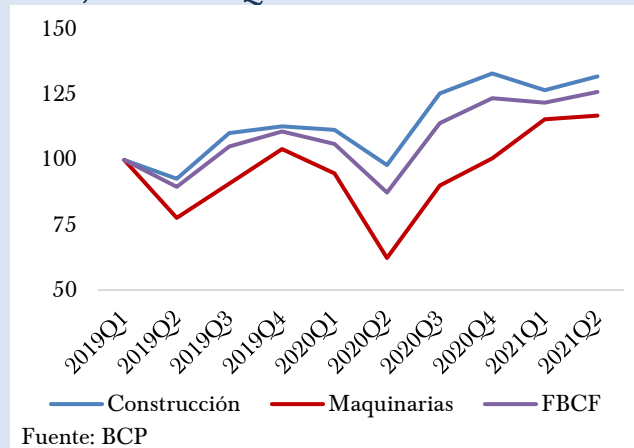


La actividad económica mostró señales de recuperación desde el tercer trimestre del 2019, que se extendió hasta inicios del primer trimestre del 2020, cuando la irrupción de la pandemia de COVID-19 alteró significativamente el curso de la economía. En este entorno de elevada incertidumbre, el panorama para la inversión tampoco era favorable. De hecho, la proyección de crecimiento de la FBKF se revisó de 3,5% en diciembre de 2019 a -3,5% en abril de 2020. Sin embargo, tras un freno en el segundo trimestre, la inversión se recuperó rápidamente de la mano del fuerte impulso de las construcciones y una menor contracción de las compras de maquinarias, lo que permitió a la inversión cerrar el año con una expansión de 6,3%, superando incluso la previsión inicial (antes de la pandemia).

Por su parte, las construcciones del sector privado repuntaron rápidamente a partir del tercer trimestre del 2020, en un periodo en el que se implementó la cuarentena inteligente en Paraguay. Las medidas de restricción a la circulación y al contacto social pudieron haber generado un ahorro forzoso a algunos agentes económicos y, parte de ello, pudo haber sido reorientado a mejoramientos, ampliaciones o a la construcción de nuevas viviendas. Paralelamente, los emprendimientos en el sector corporativo continuaron durante la pandemia. Con la reducción de la tasa de política monetaria y las múltiples medidas de apoyo a la liquidez, las tasas de

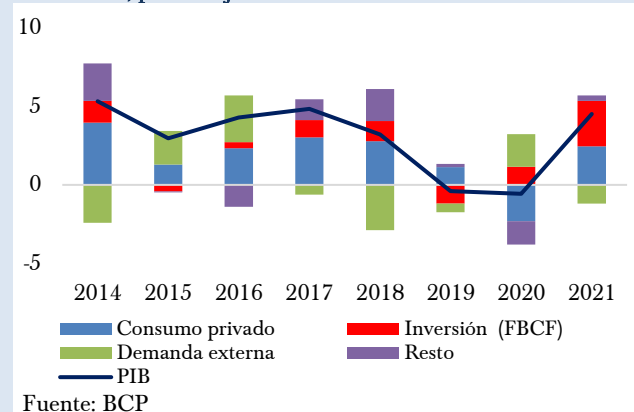
interés para las inversiones financieras (tasas pasivas) disminuyeron en el mercado, lo cual también pudo haber incentivado a los agentes económicos a destinar sus recursos hacia activos más seguros y rentables, entre ellos la inversión inmobiliaria. Por otro lado, dentro de las medidas de mitigación y reactivación económica del Gobierno Nacional, la inversión pública en infraestructura fue nuevamente un componente clave¹¹. La adquisición de maquinarias también se recuperó a partir del tercer trimestre, estimulada por el aumento importante de los precios de la soja a partir de ese periodo (gráfico III).

Gráfico VIII
Componentes principales de la inversión (FBKF)
Índices, base 100: 2019Q1



En el 2020, la inversión fue uno de los componentes de la demanda que contrarrestó la importante caída del consumo privado. Asimismo, en el 2021, la inversión se perfila, por el lado de la demanda, como el principal impulsor del crecimiento, con una expansión proyectada de 17,2% y una incidencia cercana a 3 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB de 4,5% (gráfico IX).

Gráfico IX
Crecimiento del PIB
Incidencias, porcentaje



Perspectivas para la inversión

La pandemia de COVID-19 afectó negativamente a las cuentas fiscales, tanto por el lado de los ingresos (por la caída de la actividad económica) como por el lado de los gastos (por los programas de ayuda a los hogares y a las empresas y la mayor inversión pública en infraestructura). De esta manera, el déficit fiscal se amplió en el 2020 y, consecuentemente, el endeudamiento aumentó de manera importante. Actualmente, se encuentra en vigencia un plan de consolidación fiscal, cuyo objetivo principal es converger a un déficit fiscal de 1,5% del PIB en el 2024, límite establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal y que fue suspendido ante la emergencia sanitaria y económica. En este contexto, la inversión en infraestructura ya no tendría el mismo dinamismo de años anteriores (gráfico X), al menos bajo la modalidad de financiamiento tradicional.

¹¹ En el 2020, la inversión pública creció 25,3% y las importaciones de asfalto aumentaron 55%.

Gráfico X
Inversión pública
Millones de dólares



* Proyecciones

Fuente: Ministerio de Hacienda

Sin embargo, por el lado del sector privado, las perspectivas son más favorables. Resaltan algunos planes de gran relevancia por su tamaño. Entre estos, se encuentran: i) **Paracel**, un proyecto vinculado al cultivo de eucaliptos y procesamiento de la madera para la obtención de celulosa, cuya inversión estimada ronda los USD 3.200 millones; ii) **Omega Green**, un proyecto para la elaboración de biocombustibles a partir de materia grasa animal y vegetal, con una inversión proyectada de USD 800 millones; iii) **Cementos Concepción Sociedad Anónima Emisora (CECON SAE)**, una empresa que se dedicará a la producción de cemento, cal agrícola y concreto, con una inversión estimada en torno a USD 200 millones; vi) **Marfrig**, un frigorífico, con una inversión estimada de USD 100 millones y v) **Chajhá**, otro frigorífico, con una inversión estimada de USD 60 millones.

Recuadro II: La inflación en el mundo desde el inicio de la pandemia de Covid-19

Introducción

En los últimos cincuenta años, las tasas de inflación alrededor del mundo se redujeron notoriamente. Conforme a un reciente estudio del Banco Mundial¹², la inflación global cayó de un 16,9% en 1974 a un 2,3% en 2019, siendo el 2015 el año donde se alcanzó la tasa más baja registrada hasta entonces (1,8%).

Junto con la pandemia del COVID-19 se registró una fuerte caída de la actividad económica y de los precios y, posteriormente, una recuperación dispar entre los países. No obstante, desde principios de 2021 las presiones sobre los precios se intensificaron, llevando a la inflación a ubicarse en niveles superiores a los observados en periodos previos a la pandemia, tanto para las economías avanzadas como para las emergentes. Aunque se prevé que gran parte de los factores subyacentes sean de carácter transitorio, la incertidumbre respecto a la persistencia de estos ha aumentado recientemente.

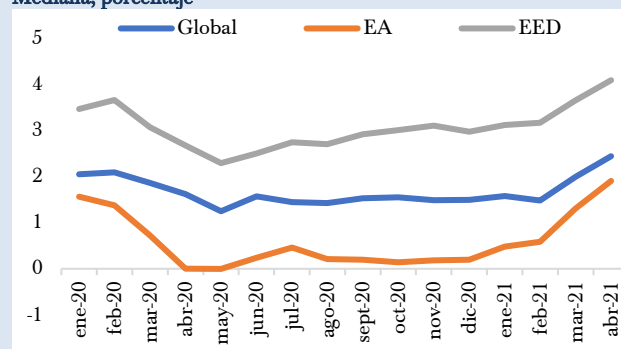
El objetivo del presente recuadro consiste en describir de manera concisa los factores que estuvieron detrás de la inflación desde el inicio de la pandemia en el 2020, y finalmente, mencionar las perspectivas y riesgos inflacionarios para el corto y mediano plazo.

Inflación durante la pandemia

En el año 2020, la pandemia de COVID-19 generó una disrupción súbita en la economía global, llevándola a una de las recesiones más profundas de la historia, junto con una desaceleración del nivel de precios a nivel mundial (Gráfico I). Esto se observó, especialmente, entre los meses de enero y mayo, donde la reducción en la tasa de inflación global¹³ fue de 0,8 puntos porcentuales (p.p.), para las economías avanzadas se verificó una disminución de 1,6 p.p. y para las economías emergentes y en desarrollo la merma fue de 1,2 p.p. Además, se puede observar que, para las economías avanzadas, esto significó alcanzar tasas cercanas al 0% en abril y mayo. No obstante, a partir de allí, la inflación volvió a

incrementarse. Ha et al. (2021) encuentran que la disminución de la inflación global durante la recesión mundial de 2020 fue la de menor duración registrada respecto a las cinco recesiones mundiales de los últimos 50 años, mientras que el aumento posterior, ha sido el más rápido.

Gráfico I
Inflación interanual por grupo de países
Mediana, porcentaje



Fuente: Banco Mundial, Perspectivas Económicas Globales. Junio, 2021.

Notas: EA = economías avanzadas, EED = economías emergentes y en desarrollo.

La inflación global representa la mediana de 81 países, incluyendo 31 EA y 50 EED

Factores que explican la inflación durante la pandemia

Entre enero y mayo de 2020, gran parte de la caída de la inflación global, medida por los índices de precios al consumidor se debió, directa o indirectamente, a la importante contracción de la demanda mundial. Los contagios, los confinamientos y la incertidumbre sobre las políticas sanitarias y las perspectivas económicas, transformaron una crisis sanitaria en una inusual recesión económica. Los principales factores que incidieron en el comportamiento de los precios del consumidor son los siguientes:

1. **Caída de la demanda agregada.** Los confinamientos y la menor confianza del consumidor provocaron un colapso de la demanda. Asimismo, el comercio

¹² Ha J., Kose A. y Ohnsorge F. (2021). Inflation During the Pandemic: What Happened? What is Next?

¹³ La inflación global representa la mediana de 81 países, incluyendo 31 Economía Avanzadas y 50 Economías Emergentes y en Desarrollo.

mundial se desplomó (Gráfico II) y los salarios disminuyeron como respuesta al mayor desempleo.

2. **Colapso del precio del petróleo.** Entre finales de enero y mediados de abril de 2020, los precios del petróleo cayeron vertiginosamente debido a las estrictas medidas que restringieron la movilidad y que, a su vez, afectaron la demanda de combustibles (Gráfico III).
3. **Precios de los servicios y alimentos.** La actividad del sector servicios se redujo drásticamente, especialmente en aquellos subsectores más susceptibles a contactos sociales, dado que estuvieron limitados por las medidas sanitarias y temores a contagios. Por su parte, los confinamientos afectaron a las cadenas de suministro de alimentos en algunos países, creando cierta volatilidad y aumentos transitorios en los precios que contrarrestaron en cierta medida las caídas en estos rubros.
4. **Movimientos de divisas.** Las depreciaciones cambiarias durante la pandemia, especialmente durante las tensiones de los mercados financieros y salidas de capital entre marzo y abril de 2020, fueron una fuente de presiones inflacionarias en las economías emergentes, lo cual explicaría, en parte, la menor reducción de la inflación de economías emergentes con relación a las economías avanzadas.

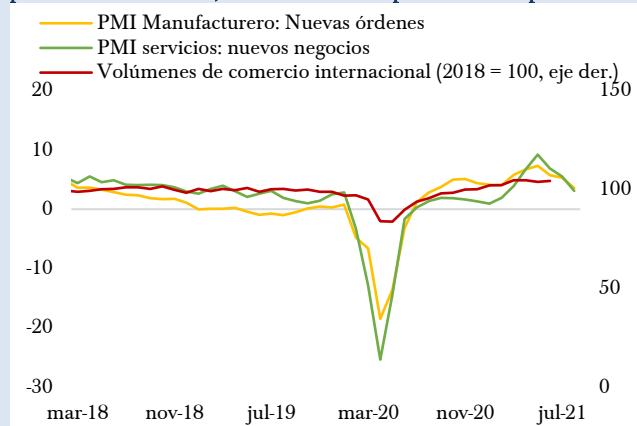
Inflación desde los inicios de la recuperación económica

A medida que los consumidores, las empresas y los inversores comenzaron a ajustar su comportamiento durante la pandemia, a la par que las medidas sanitarias se fueron flexibilizando, el comercio internacional y la actividad manufacturera comenzaron a recuperarse. Así, desde junio de 2020, el inicio de la recuperación de la demanda en algunas economías incidió mayormente en la trayectoria al alza de la inflación global.

En las economías avanzadas, el repunte de la actividad económica, así como la suba de precio de los combustibles, sustentaron las mayores tasas de inflación. Para el caso de las economías emergentes, además deben añadirse las fuertes depreciaciones cambiarias y el alza en los precios de los alimentos - en línea con el aumento del precio de los *commodities* agrícolas-.

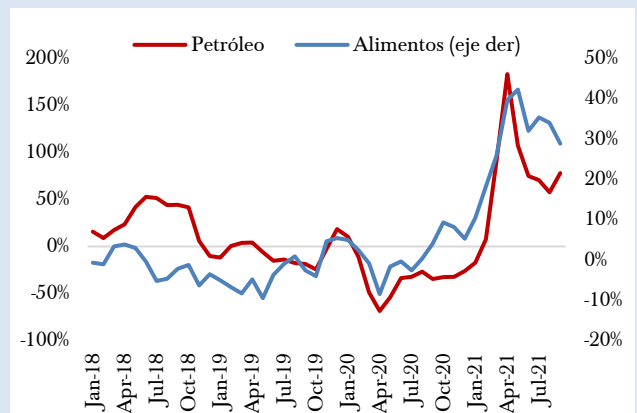
Gráfico II
Indicadores de actividad global

Promedio móvil 3 meses, variación porcentual anualizada para la producción industrial, desviaciones respecto a 50 para PMIs



Fuente: WEO oct-21, Bloomberg.

Gráfico III
Precios de *commodities*
Variación interanual



Fuente: FMI.

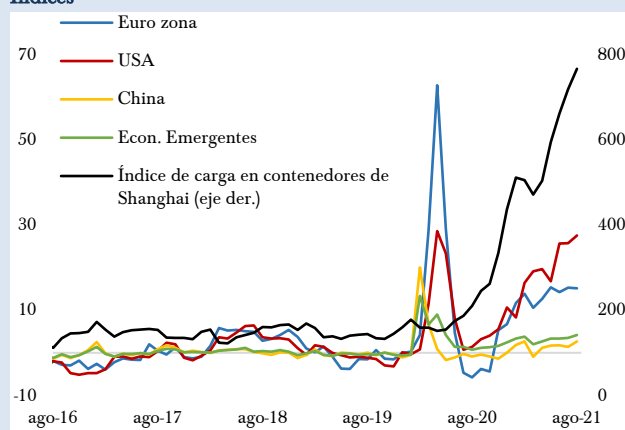
Desde comienzos de 2021, los índices de precios al consumidor (IPC) se han incrementado, ubicándose por encima de niveles previos a la pandemia, tanto para varias economías avanzadas como emergentes, aunque, existe una significativa heterogeneidad en los niveles entre países. Por ejemplo, en las economías avanzadas, Estados Unidos ha presentado una aceleración importante en su dinámica inflacionaria, mientras que en la zona euro y en Japón la inflación subyacente sigue siendo débil.

Si bien las tasas interanuales de inflación recogen un efecto base de comparación importante, de acuerdo con el último informe de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, correspondiente a octubre de 2021, los

principales factores que están impulsando la inflación global en el corto plazo son:

- (1) el repunte de la actividad económica (Gráfico II) junto con el cierre de las brechas de producto (menor capacidad ociosa), respaldadas aún por políticas fiscales y monetarias muy acomodaticias;
- (2) el rápido aumento de los precios de los *commodities* (Gráfico III); y
- (3) la escasez de insumos y las disrupciones en cadenas logísticas (Gráfico IV).

Gráfico IV
Disrupciones en cadenas de suministro
Índices



Fuente: FMI.

Sobre el primer punto, las medidas de política de gobiernos orientadas a mitigar los impactos de la crisis y las medidas sanitarias de contención han implicado paquetes de estímulos fiscales y monetarios de gran magnitud, incluyendo programas de transferencias sociales, condiciones crediticias más flexibles y medidas de apoyo a la liquidez. Estas medidas han contribuido a una recuperación más rápida de la actividad económica y a amortiguar los efectos de pérdidas temporales de ingresos. No obstante, los estímulos, en un contexto de recuperación más rápida de la demanda que de la oferta también han generado un impacto en los precios.

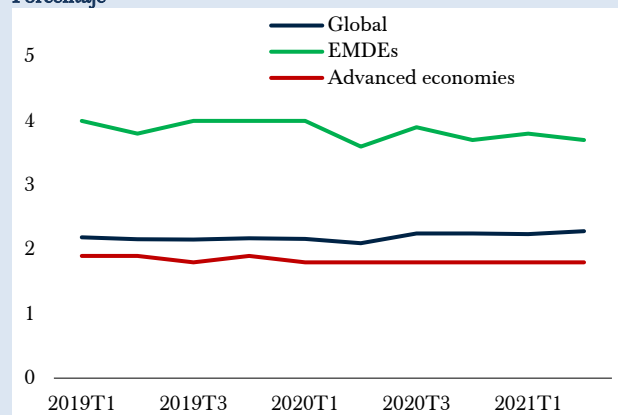
Con relación al segundo punto, debe destacarse el notorio aumento de los *commodities*, no solo por el fuerte repunte de la demanda respecto a la oferta, sino también por fenómenos climáticos adversos y restricciones a la exportación en algunos de los principales países

productores. Por tanto, se espera una desaceleración o incluso reversión en sus precios, considerando que estos se encontrarían explicados -al menos en alguna medida- por factores transitorios.

Respecto al tercer punto, las disrupciones logísticas, incluyendo los cierres temporales en los puertos, menor cantidad de contenedores disponibles y el aumento de costos de envíos internacionales, sumados a los altos costos de las materias primas, han derivado en una escasez de insumos. De acuerdo con un análisis del IHS Markit¹⁴, las empresas que responden las encuestas de los indicadores de compras del sector manufacturero (PMI) revelaron que la escasez de insumos y, en algunos casos, de mano de obra, han frenado la capacidad de las empresas para expandir la producción. Más aún, la cantidad de respuestas de empresas que reportan este factor es 5 veces superior al promedio histórico entre el periodo 2005 al 2020.

A pesar de las mayores presiones inflacionarias, las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido relativamente ancladas hasta el momento, y el riesgo de desanclaje pareciera ser limitado (Gráfico V). Además, las medidas de inflación subyacente, por ejemplo, la inflación que excluye el precio de los alimentos y de la energía, muestran un aumento más moderado.

Gráfico V
Expectativas de inflación: 5 años adelante
Porcentaje



Fuente: Banco Mundial. Perspectivas Económicas Globales, Junio 2021.

¹⁴ Ver análisis de IHS Markit en el siguiente [link](#).

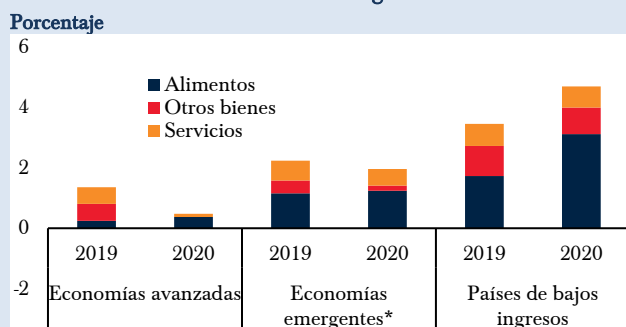
Perspectivas futuras y riesgos

Hacia adelante, las proyecciones más recientes del FMI anticipan tasas de inflación que alcanzarían un pico a finales de 2021, para luego retornar a niveles de pre-pandemia a mediados del 2022, tanto para las economías avanzadas como para los mercados emergentes.

El escenario base del FMI considera que ciertas presiones sobre los precios serían transitorias, como las resultantes de sequías, restricción a la exportación y acumulación de existencias de algunos *commodities*.

Sin embargo, dada la naturaleza inusual de la recuperación de esta crisis, persiste una elevada incertidumbre en torno al escenario base. Disrupciones más prolongadas en cadenas logísticas, sumado a la escasez de insumos para la producción que dilaten aún más los desacoples entre la oferta y demanda podrían mantener el nivel general de precios elevado por más tiempo. Mayores presiones en el precio de *commodities* agrícolas y nuevas depreciaciones del tipo cambio deben agregarse como riesgos para economías emergentes y en desarrollo, quienes ya fueron afectados mayormente por una inflación de alimentos más alta en los últimos tiempos (Gráfico VI). Asimismo, un desanclaje de las expectativas podría generar una inflación más volátil, elevada y persistente. El reciente problema de escasez de energía en Asia y en Europa, puede suponer presiones al alza en otros precios de materias primas más allá de los energéticos. Los cortes de energía en China han provocado consecuentes paros temporales en fábricas que producen cemento, aluminio y acero.

Gráfico VI
Contribución sectorial a la inflación general del IPC



Fuente: Banco Mundial. Perspectivas Económicas Globales, Junio 2021. *Economías emergentes excluyendo a países de bajos ingresos.

Algunos académicos han afirmado que existen razones para suponer que las presiones inflacionarias serán temporales, sobre todo, al tener en cuenta el buen anclaje de las expectativas; mientras que otros resaltan que la confluencia de factores mencionados anteriormente podría generar una espiral de suba de precios, si no se llevan a cabo medidas de política apropiadas para contenerla.

En economías avanzadas, al mismo tiempo que la actividad económica y el nivel de precios continúan aumentando más rápido de lo previsto, ya se avizoran indicios de una normalización de política monetaria no convencional. En este sentido, el Banco Central Europeo, en su reunión de política monetaria de septiembre comunicó que adoptaría un ritmo menor de compras de emergencia frente a la pandemia. Así también, en su última reunión de septiembre, la Reserva Federal anunció que, en caso de decidirlo así en noviembre, podría iniciar la reducción del programa de compras de activos este año. Este proceso de reducción de los estímulos monetarios en las principales economías avanzadas, podría llevar a un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, lo cual podría representar serios desafíos en las economías emergentes, dado el contexto de alto endeudamiento y de amplia necesidad de financiamiento. Estos podrían ser especialmente afectados con salidas de capital y depreciaciones cambiarias, como se vio durante el episodio de *taper tantrum* en 2013, lo cual generaría un aumento en el riesgo de desanclaje.

De esta manera, en los países de la región, dado que: a) el aumento de la inflación ha sido más persistente a lo anticipado, b) existen riesgos de deterioro de las condiciones financieras internacionales y c) las expectativas de inflación se han elevado, los bancos centrales se han visto obligados a ir ajustando sus condiciones monetarias recientemente con el fin de mitigar el riesgo de desanclaje de las expectativas de mediano plazo. En este sentido, varios países de la región con el esquema de metas de inflación han implementado importantes ajustes en las tasas de política monetaria, en especial Brasil, Chile, Paraguay y Perú, que han acumulado aumentos en las tasas entre 125 puntos básicos y 425 p.b. durante el 2021.

Referencias.

International Monetary Fund (2021). *World Economic Outlook October 2021: Recovery During a Pandemic*

World Bank Group (2021). *Global Economic Prospects June 2021*

Ha J., Kose A. y Ohnsorge F. (2019). *Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies*. World Bank Group.

Ha J., Kose A. y Ohnsorge F. (2021). *Inflation During the Pandemic: What Happened? What is Next?*. World Bank Group.

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
Septiembre 2021



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay