



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE
2021



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

Estudios Económicos
Departamento de Análisis Macroeconómico
BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Contenido (*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	11
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	20
III. Escenario Doméstico	24
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	33
Recuadro I	39
Principales cambios en el escenario macroeconómico del 2021	
Recuadro II	46
Determinantes del tipo de cambio en Paraguay	
Glosario	50

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 23 de diciembre. 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 para 2021 y 2022 han sido revisadas levemente a la baja en comparación con las proyecciones del IPoM de septiembre. En el último trimestre de 2021, en general, la demanda mundial ha mostrado un dinamismo favorable, mientras que, la oferta ha continuado limitada por la prolongación de las disrupciones en las cadenas globales de suministros, con lo cual se mantuvieron latentes las presiones inflacionarias globales. Ello, sumado a los rebrotes de coronavirus ocasionados por la variante Delta en diversas regiones, han influido en la ligera reducción de la estimación de crecimiento del PIB mundial para 2021. Además, recientemente se ha descubierto la variante denominada Ómicron que, según ha advertido la Organización Mundial de la Salud (OMS), tiene un riesgo global de propagación “alto” aunque al parecer tendría menor severidad que otras cepas. No obstante, al momento ha generado una mayor incertidumbre para el año 2022, lo cual se ve reflejado en la revisión a la baja de la tasa de crecimiento de la economía mundial.

En Estados Unidos, se redujeron las previsiones de crecimiento económico, mientras que, se han acelerado los esfuerzos para contener la inflación que ha sido más persistente a la esperada. En el tercer trimestre de 2021, el PIB registró un crecimiento anualizado del 2,3%, inferior a la tasa de 6,7% constatada en el trimestre previo, principalmente debido a un menor gasto en consumo personal. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector desaceleró su ritmo de expansión respecto al observado al cierre del trimestre anterior, registrando un nivel de 58,3 en noviembre. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, las mismas fueron revisadas a la baja, de 5,8% a 5,6% para 2021 y de 4,0% a 3,9% para 2022. La inflación permaneció elevada, ubicándose en 6,8% interanual en noviembre. 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 reunión de diciembre decidió acelerar el ritmo de reducción de compras de activos iniciado en noviembre.

En la Eurozona, se ha registrado una mejora en las perspectivas de crecimiento para 2021 y un deterioro para 2022. En el tercer trimestre de 2021, se verificó un incremento del 2,2% en el PIB respecto al trimestre anterior, impulsado por mejoras en el consumo y en las exportaciones. Por otro lado, los datos más recientes del PMI manufacturero mostraron un menor ritmo de expansión respecto a los niveles verificados en el tercer trimestre, situándose en un nivel de 58,4 en noviembre. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, para 2021 se prevé un crecimiento de 5,1% anual (5,0% en el informe anterior) y para 2022 de 4,2% (4,3% en el IPoM de septiembre). Con relación al nivel de precios, las tasas de inflación fueron superiores a las del segundo trimestre de 2021, ubicándose en 4,9% interanual en noviembre. Con relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variación las tasas de interés referenciales y ha anunciado el inicio de la reducción gradual de sus compras de activos durante los próximos trimestres.

En China, se han previsto menores tasas de crecimiento económico para el 2021 y el 2022. Los datos más recientes del PMI manufacturero (49,9 en noviembre de 2021) mostraron una desaceleración, explicada, en parte, por los rebrotes de contagios de la variante delta y la política de tolerancia cero implementada en el país, además de los problemas de escasez de energía y las disrupciones en las cadenas de suministro. Así, los pronósticos de crecimiento para el año 2021 se redujeron de 8,2% a 8,0% anual y para 2022 de 5,5% a 5,2%.

En Brasil, las perspectivas de crecimiento se han deteriorado a la par que la inflación continúa elevada. En el tercer trimestre de 2021, se constató una leve reducción de 0,1% del PIB respecto al trimestre anterior, explicada principalmente por resultados negativos del sector agropecuario. Además, el PMI manufacturero mostró un menor dinamismo desde septiembre, hasta ubicarse en zona de contracción (49,8 en noviembre). En este contexto, respecto del IPoM de septiembre, las proyecciones de crecimiento para la economía brasileña se corrigieron a la baja, de 5,2% a 4,9% para 2021 y de 1,9% a 0,8% para 2022. En lo referente al nivel de precios, la inflación continuó elevada, alcanzando una tasa de 10,7% interanual

en noviembre. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil elevó la tasa SELIC en 300 puntos básicos (pb) desde octubre a diciembre de 2021, situándola en 9,25% anual.

En Argentina, los pronósticos de crecimiento han mejorado y se ha verificado una leve reducción de la inflación. Los datos del PIB del tercer trimestre arrojaron una tasa de crecimiento del 4,1% respecto al trimestre anterior. En el cuarto trimestre, los datos disponibles para octubre señalaron una tasa de expansión del 6,7% interanual en la actividad económica y del 4,3% interanual en la producción del sector manufacturero. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2021 se elevó de 7,2% a 8,0%, mientras que para 2022 se situó en 2,2% (2,3% en el informe previo). Con relación al nivel de precios, se observó una moderación de la inflación interanual, ubicándose en 51,2% en noviembre (52,5% en septiembre). El Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha mantenido la tasa mínima de las LELIQ en 38% desde noviembre de 2020, mientras que el gobierno ha implementado medidas adicionales de controles de precios.

Coyuntura doméstica y política monetaria

La actividad económica y la demanda interna han seguido expandiéndose con relación al año anterior, en un contexto sanitario que ha permanecido favorable, posibilitando una mayor movilidad y apertura de la economía. En el tercer trimestre, el PIB creció 3,8% interanual, impulsado por los servicios, las construcciones, las manufacturas y la ganadería, mientras que, la agricultura y electricidad y agua registraron una retracción. Por el lado del gasto, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado explicaron gran parte del crecimiento. A la par del buen desempeño de la demanda interna, las importaciones han mostrado también un repunte importante. Al cierre del tercer trimestre, la variación acumulada del PIB se situó en 5,8%. De acuerdo con los indicadores de corto plazo, la actividad continuaría expandiéndose durante el cuarto trimestre. En el ámbito sanitario, si bien se ha observado un ligero aumento de casos de COVID-19, la situación permaneció contenida, favoreciendo el desempeño económico, especialmente del sector servicios.

Desde el último informe, la inflación total y las medidas subyacentes continuaron mostrando una trayectoria al alza, explicada principalmente por el aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles, los cuales han sido afectados por los altos precios de *commodities* y la mayor demanda externa de la carne vacuna. Entre octubre y noviembre de 2021, la inflación interanual promedio se ubicó en 7,5%, mayor al 5,7% verificado en el tercer trimestre del año y también por encima del promedio del 2% observado en el cuarto trimestre del año pasado. No obstante, es importante señalar que la tasa de inflación mensual se moderó en el mes de noviembre con relación a los meses anteriores, debido al menor aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles. Por otro lado, la inflación subyacente X1 (que excluye frutas y verduras, servicios tarifados y combustibles) y la inflación núcleo, promediaron tasas interanuales de 6,1% y 4,7%, respectivamente (5,1% y 3,5% en el tercer trimestre). Con respecto al IPC sin alimentos y energía (IPCSAE), su tasa interanual promedio fue 2,7% en el periodo de referencia, superior al 2,1% del tercer trimestre.

En los últimos dos meses del año, el Comité de Política Monetaria (CPM) incrementó la tasa referencial en 250 puntos básicos (pb), ubicándose actualmente en 5,25%. En lo referente al escenario internacional, se resaltó la mejora del indicador global de producción y que inflación seguía siendo elevada en las principales economías avanzadas. Los precios del petróleo y del gas, si bien se mantuvieron en niveles altos, se moderaron hacia finales del 2021. Así también, durante las reuniones del CPM, se enfatizó el inicio y la posterior aceleración del ritmo de reducción de compras de activos por parte de la Reserva Federal. Respecto a la pandemia, se mencionó el empeoramiento tanto en Estados Unidos como en diversos países de Europa de los niveles de contagio, mientras que, en la región, la situación era más favorable. En lo interno, la actividad económica continuó con una buena dinámica, motivando una corrección al alza en la proyección de crecimiento del 2021. Por su parte, las altas tasas de inflación seguían siendo explicadas por los precios de los alimentos y de los combustibles. Teniendo en cuenta el mejor panorama económico, se resaltó que los efectos de segunda ronda de los choques externos podrían volverse más relevantes, como así también influir negativamente en las expectativas de inflación de mediano plazo.

Con el objetivo de mitigar estos riesgos, el CPM decidió continuar con el ciclo de ajustes anunciado en octubre, 125 pb en noviembre y 125 pb en diciembre.

Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB para el 2021 se revisó de 4,5% a 5,0% y, para el 2022 se prevé una tasa de 3,7%. La economía repuntó en el segundo semestre y se proyecta cerrar el año con una expansión del 5%. Este crecimiento se sustentaría en los resultados económicos esperados del comercio, con una tasa del 14%, y en el dinamismo que vienen exhibiendo los otros servicios y la manufactura, con aumentos proyectados en torno a 8% y 7,2%, respectivamente. Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión han sido los componentes más dinámicos del gasto, previéndose tasas de crecimiento de 5,6% y 18,3%, respectivamente. Para el 2022 se proyecta que la economía crezca en torno al 3,7%, explicado principalmente por la actividad manufactura, la construcción y los otros servicios (oferta). Entretanto, por el lado del gasto, se pronostica una incidencia positiva de la demanda interna. La reducción de las restricciones sanitarias seguirá contribuyendo a la recuperación del consumo privado de bienes y servicios, para el cual se prevé una expansión de alrededor del 4,5%. Por su parte, la inversión crecería en torno al 4,6% y las importaciones en 2,2%, mientras que, las exportaciones registrarían una caída de 2,1%.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
Sector Primario	-4,1	1,6	0,2
Agricultura	-8,0	1,0	0,1
Ganadería	6,0	0,5	0,0
Forestal, Pesca y Minería	8,0	8,4	0,1
Sector Secundario	5,2	3,5	1,2
Manufactura	7,2	3,8	0,7
Construcción	13,5	4,5	0,3
Electricidad y Agua	-8,4	1,5	0,1
Sector Terciario	7,1	4,3	2,1
Gobierno General	-2,5	2,6	0,2
Comercio	14,0	3,0	0,3
Otros Servicios*	8,0	5,3	1,6
Impuestos	5,5	4,0	0,3
PIB a precios de mercado	5,0	3,7	3,7
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	4,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
PIB	5,0	3,7
Demanda Interna	9,2	5,1
Formación bruta de capital	24,7	8,3
Formación bruta de capital fijo	18,3	4,6
Consumo total	5,1	4,1
Consumo privado	5,6	4,5
Consumo público	2,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,6	-2,1
Importaciones de bienes y servicios	17,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	0,6	-1,0
FBKF (% del PIB nominal)	21,8	21,6

(f) Proyección

La proyección de inflación para el 2021 se ajustó de 6,7% a 7,1%, al tiempo que, para el 2022 el pronóstico es de 4,5%. En el cuarto trimestre, los precios siguieron siendo afectados por choques de oferta, principalmente concentrados en los bienes de alimentación y de energía. Esta situación, prominente durante la primera mitad del cuarto trimestre, elevó la tasa de inflación interanual por encima de lo proyectado inicialmente, aumentando el punto de partida para los pronósticos tanto de corto como de mediano plazo. 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, debido fundamentalmente a la menor base de comparación. A partir del tercer trimestre, se prevé una moderación de la inflación,

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

ubicándose en una tasa de 4,5% hacia finales del 2022 y convergiendo a la meta en el horizonte de política monetaria, en el cuarto trimestre del 2023.

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2022(f)	2023(f)
Inflación IPC diciembre (*)	2,2	7,1	4,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	2,2	7,0	4,5	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Escenarios de riesgos

En el plano internacional, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2022 fueron revisadas a la baja, ante la incertidumbre ocasionada por la variante de SARS-CoV-2 denominada Ómicron. Si bien los estudios relacionados a esta variante son preliminares, preocupa su alta transmisibilidad y la posible menor efectividad de las vacunas ante la misma, mientras los tomadores de decisiones aguardan más información sobre la severidad de la enfermedad causada por la Ómicron. Así, como ya se está observando en algunos países de Europa a fines de 2021, nuevas medidas restrictivas para contener la crisis sanitaria podrían extenderse en 2022. Para mitigar este riesgo, es importante acelerar el proceso de vacunación, incluyendo las dosis adicionales para aquellas personas que ya han completado las dos dosis.

Para el 2022, se espera una leve reducción en los precios de *commodities* alimenticios y una mayor estabilidad, no obstante, permanecen diversos riesgos que podrían generar importantes cambios, como la evolución del fenómeno climático de La Niña, de los precios de los fertilizantes y la mayor utilización de productos alimenticios en la producción de biocombustibles. Con respecto a los precios de *commodities* energéticos, si bien se espera que los mismos permanezcan elevados ante la recuperación de la demanda y la reciente escasez energética en Europa, de darse mayores restricciones a la movilidad para contener la crisis sanitaria, éstos podrían reducirse significativamente. En contrapartida, podrían darse nuevas medidas o regulaciones a las empresas productoras de energía ante los compromisos asumidos por los gobiernos respecto a la reducción de emisiones, en el marco de la COP26[‡], presionando los precios de los combustibles fósiles y energías no renovables. Así también, se prevé que se prolonguen las disrupciones en las cadenas de suministros, más aún si China continúa con su política de tolerancia cero a la COVID-19, la cual podría derivar en más cierres temporales de puertos secundarios y de operaciones de transporte acuático. De esta manera, permanecen los riesgos para la inflación mundial en 2022, aunque continúan los procesos de normalización de la política monetaria en economías avanzadas y emergentes tendientes a mitigar las presiones inflacionarias.

Los principales socios comerciales del país en la región continúan expuestos al deterioro de sus cuentas fiscales, mientras que aumentos recientes de contagios de COVID-19 señalan un riesgo de deterioro de la situación sanitaria. En Brasil, las perspectivas para 2022 se han debilitado recientemente debido a indicadores adelantados que sugieren un menor ritmo de la actividad económica, presiones inflacionarias elevadas y un aumento del riesgo país en línea con un posible deterioro de las cuentas fiscales. No obstante, el crecimiento futuro de la economía brasileña podría revisarse aún más a la baja si las disrupciones en las cadenas de producción se prolongan por más tiempo, afectando negativamente la confianza empresarial. Asimismo, la necesidad de una política monetaria más contractiva para controlar la inflación podría incidir en el dinamismo

[‡] Conferencia anual de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático que tuvo lugar en Glasgow, Escocia, del 31 de octubre al 12 de noviembre de 2021.

de la actividad. Por otra parte, además del riesgo de la situación fiscal, y la vulnerabilidad ante la disminución de reservas en Argentina, se destaca el nuevo aumento de casos recientes de COVID-19, lo cual ha exacerbado el riesgo de una nueva ola de contagios en dicho país.

En el plano local, los principales factores de riesgo guardan relación con la evolución del clima y la pandemia de COVID-19. Desde fines del mes de octubre, el número de nuevos infectados por COVID-19 se ha incrementado, aunque todavía se encuentra en niveles mínimos con relación a los picos observados a finales de mayo. Sin embargo, los riesgos siguen latentes, teniendo en cuenta la aparición de nuevas cepas del virus. Ante este escenario y, a la luz de la experiencia internacional, el continuo progreso de la vacunación sigue siendo un factor fundamental para mitigar el impacto sanitario y económico de un eventual rebrote de la enfermedad. Por otro lado, el clima ha evolucionado favorablemente hasta finales del mes noviembre, permitiendo un avance favorable de los cultivos, especialmente de la soja. Sin embargo, en diciembre, los suelos presentaron estados deficitarios de humedad, lo cual podría afectar de manera importante el rendimiento de la producción.

Decisiones de Política Monetaria

Reunión de noviembre

En su reunión de noviembre, el CPM destacó que, en el plano internacional, se había observado una mejora en el indicador global de actividad respecto al mes anterior, en tanto que, continuaban altas las tasas de inflación en las economías mundiales más importantes y habían permanecido elevadas las cotizaciones del petróleo y el gas natural. La Reserva Federal había iniciado la reducción de compras de activos, generando ciertos efectos en los mercados financieros globales. Respecto a la evolución de la pandemia, se habían observado comportamientos mixtos en economías avanzadas y emergentes, donde algunas curvas se habían mostrado contenidas respecto a picos recientes, mientras que, en otros países se habían verificado aumentos importantes, principalmente en Europa. En el ámbito regional, se destacaba la moderación en las curvas de contagios de COVID-19 y el mejor desempeño sanitario, que 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, ante las cuales, las autoridades monetarias habían adoptado perfiles monetarios menos expansivos.

En el contexto doméstico, la actividad económica había mantenido un dinamismo favorable, coherente con el pronóstico de crecimiento del PIB para el 2021, explicado por el comportamiento de los servicios, las manufacturas y las construcciones y, a su vez, el indicador de ventas había registrado una expansión importante en septiembre. La mejora observada en el ámbito sanitario había permitido una mayor movilidad de las personas y una mayor apertura de los servicios que estuvieron restringidos durante la pandemia. En este punto, el Comité recalca que la continuidad en el proceso de inmunización de la población seguiría siendo un factor fundamental para mitigar el impacto sanitario y económico ante un eventual rebrote de la enfermedad del COVID-19.

El Comité mencionó que el repunte de la inflación se explicaba, en gran medida, por el aumento de los precios de los *commodities* alimenticios y energéticos en los

mercados internacionales, y, además, se observó que la mayor demanda externa de la carne vacuna había ejercido presiones adicionales sobre los precios locales. Teniendo en cuenta el mejor panorama económico, los efectos de segunda ronda de estos choques iniciales podrían volverse relevantes, como así también influir negativamente en las expectativas de inflación de mediano plazo. El CPM acotó que un eventual periodo de mayor persistencia de la inflación podría asociarse al canal fiscal en un contexto donde la aprobación y gestión de los Presupuestos Generales de Gastos de la Nación no se llevaran a cabo bajo parámetros técnicos de sostenibilidad.

En este escenario, el CPM había decidido incrementar la tasa de interés de política monetaria en 125 puntos básicos, de 2,75% a 4,00% anual, prosiguiendo con el proceso de normalización de la política monetaria.

Reunión de diciembre

El CPM señaló que, en lo referente a la economía mundial, se había observado una mejora en el indicador global de producción respecto al mes anterior, impulsada por el sector manufacturero, al tiempo que, la inflación en las principales economías avanzadas permanecía en niveles elevados. En los mercados financieros internacionales, se habían notado mayores volatilidades en las principales bolsas de valores ante la incertidumbre generada por la nueva variante denominada Ómicron. Con relación a decisiones de política monetaria, la Reserva Federal había resuelto acelerar el ritmo de reducción de compras de activos en diciembre. Respecto a la evolución de la pandemia, se habían observado aumentos importantes en las curvas de contagios en Europa y Estados Unidos.

En el ámbito regional, se resaltó que las curvas de contagios de COVID-19 continuaban en niveles moderados. La actividad económica seguía mostrando una buena dinámica interanual. Para el 2022, se mencionó que se esperaban tasas positivas de crecimiento para los socios comerciales, aunque inferiores a las del 2021. A su vez, el Comité destacó que, si bien se mantenían elevadas las tasas de inflación en 2021, se

preveía una moderación de la inflación en el mediano plazo, dada la normalización de la política monetaria implementada por las respectivas autoridades monetarias.

En el plano local, los indicadores de actividad económica habían evolucionado favorablemente, motivando una corrección al alza en la proyección de crecimiento del 2021. Se destacaba el desempeño de los servicios, las manufacturas, las construcciones y la ganadería. Para el 2022, se preveía un crecimiento de la economía del 3,7%, que estaría sustentado nuevamente en la expansión de los sectores secundario y terciario. Por otra parte, la evolución del clima y la pandemia de COVID-19 han seguido representando los principales factores de riesgo para la actividad económica de los próximos meses.

En cuanto a la inflación, los altos precios de *commodities* y la mayor demanda externa de la carne vacuna se habían trasladado a los precios locales de los alimentos y combustibles, acelerando la inflación desde mediados de año. No obstante, se resaltaba que, en el mes de noviembre, se había observado una moderación en la inflación mensual de los alimentos y de los combustibles. Teniendo en cuenta el mejor desempeño económico y el perfil todavía acomodaticio de la política monetaria, el CPM mencionó que los efectos de segunda ronda de los choques externos podrían volverse relevantes, como así también influir en las expectativas de inflación de mediano plazo.

En este contexto, el Comité de Política Monetaria (CPM) había decidido por unanimidad, incrementar la tasa de interés de política monetaria en 125 puntos básicos, de 4,00% anual a 5,25% anual.

I. Entorno Internacional y Regional

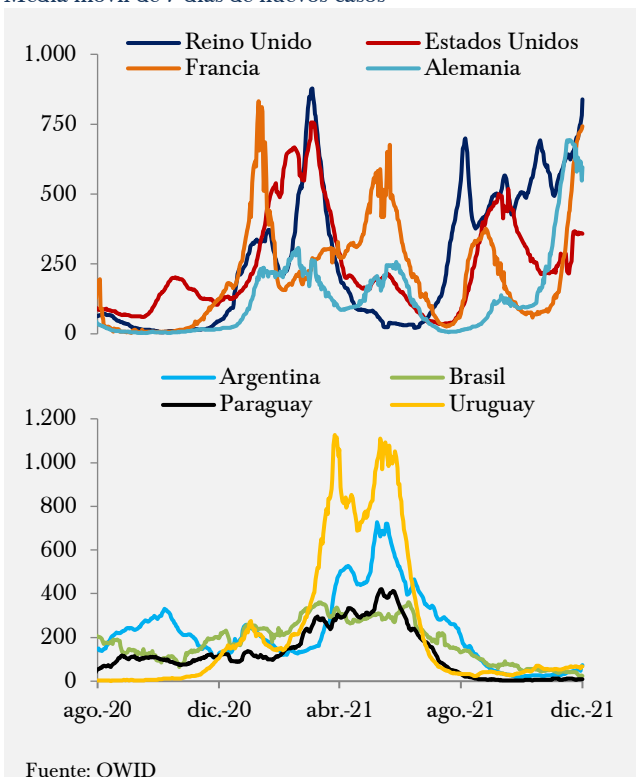
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

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 cuarto trimestre de 2021 mostró un dinamismo favorable en la demanda, aunque se verificó una 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 la prolongación de las interrupciones logísticas, escasez de materias primas y limitada disponibilidad de mano de obra, que no han permitido que la oferta se ajuste lo suficientemente rápido a la creciente demanda. Las perspectivas para países de la región, en particular para los principales socios comerciales del país, han sido mixtas. En el caso de Argentina, la proyección de crecimiento para el año 2021 ha mejorado, consistente con la moderación de las curvas de contagio de COVID-19 y la flexibilización de las medidas de restricción. En el caso de Brasil, la proyección de crecimiento para el año 2021 ha sido corregida a la baja, ante resultados en los indicadores de actividad trimestral menos favorables a lo anticipado.

Respecto a la evolución de la pandemia de COVID-19, los meses correspondientes al cuarto trimestre del año estuvieron marcados por una aceleración de los contagios en países de economías avanzadas como Francia, Reino Unido, Alemania y EE.UU., así como por la aparición de una nueva variante del coronavirus, denominada Ómicron (gráfico I.1). Por otra parte, en algunas economías de la región se mantuvieron contenidas las tasas de contagios.

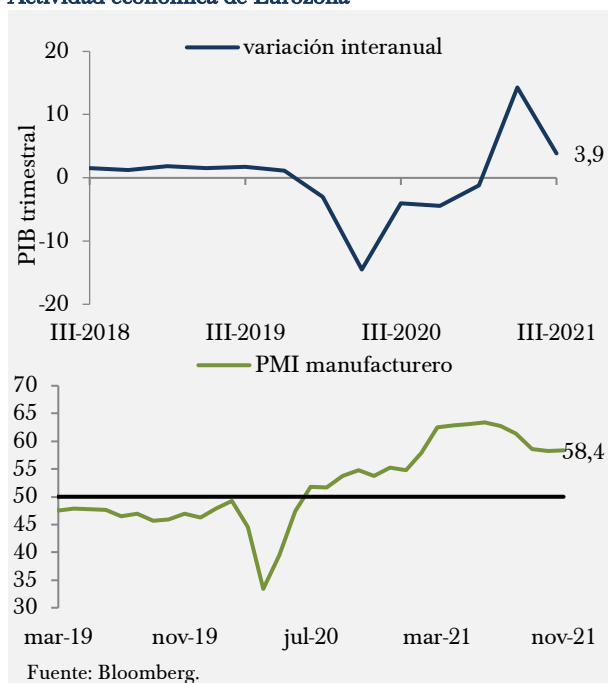
Actividad económica

Respecto al último IPoM, el PIB de Estados Unidos sigue mostrando signos de recuperación, aunque reflejando una moderación en comparación a lo observado en el segundo trimestre. En el tercer trimestre de 2021, la economía estadounidense registró una expansión anualizada de 2,3%, mientras que en términos interanuales la tasa fue 4,9%. El resultado anualizado del tercer trimestre reflejó incrementos de la inversión privada en inventarios, el gasto de los consumidores, el gasto gubernamental estatal y la inversión no residencial en activos fijos. Por otra parte, se constataron reducciones de la inversión residencial en activos fijos, el

Gráfico I.2
Actividad económica de EEUU



Gráfico I.3
Actividad económica de Eurozona



gasto del gobierno federal y las exportaciones, así como un incremento de las importaciones, factores que atenuaron parcialmente el dinamismo observado en el periodo de referencia. No obstante, la tasa anualizada fue significativamente menor a la estimada para el trimestre anterior (6,7%), lo cual está explicado principalmente por una desaceleración pronunciada en el consumo personal, cuya tasa anualizada pasó de 12,0% a 2,0% en el tercer trimestre. Este resultado se debe a una combinación de factores incluyendo un rebrote de casos de COVID-19, escasez de materias primas y limitantes en el mercado laboral. En el cuarto trimestre de 2021, los datos del sector manufacturero muestran una moderación en el ritmo de expansión del PMI manufacturero (calculado por IHS Markit) en comparación a lo observado en el tercer trimestre, alcanzando un nivel de 58,3 a noviembre (gráfico I.2). El menor ritmo de expansión del sector está explicado tanto por una desaceleración de la demanda como por limitaciones a la oferta, incluyendo la falta de mano de obra y la escasez de materiales de producción. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, se prevé que el PIB de Estados Unidos se incremente en 5,6% anual en 2021 (tabla I.1).

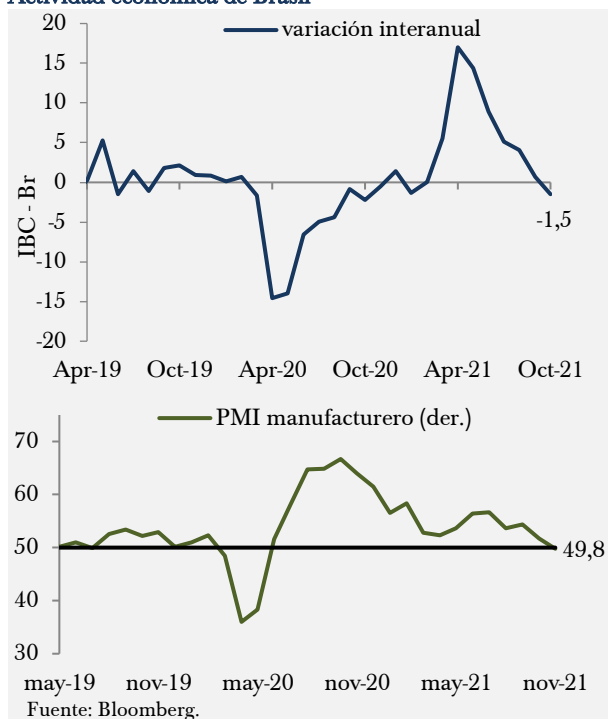
En el tercer trimestre de 2021, el PIB de la Eurozona mostró un crecimiento de 3,9% interanual y una tasa de 2,2% con relación al trimestre anterior (gráfico I.3). El mejor resultado trimestral fue impulsado por las contribuciones positivas del gasto para consumo final de los hogares, de las exportaciones y del gasto final del gobierno. Por otro lado, estos incrementos fueron atenuados por reducciones en la formación bruta de capital fijo y en los inventarios, así como por un aumento de las importaciones. En el cuarto trimestre de 2021, el PMI del sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, aunque exhibió un menor ritmo de crecimiento respecto a los niveles del trimestre anterior, situándose en un nivel de 58,4 en noviembre. Esta moderación se debe a que, si bien la demanda continúa sólida, la producción sigue viéndose obstaculizada por demoras en la entrega de suministros, debido principalmente a la escasez de materiales, falta de disponibilidad de transporte y de personal. En cuanto a las perspectivas de crecimiento para la Eurozona, las mismas apuntan a una tasa anual del 5,1% para 2021.

Por su parte, en China, el último dato del crecimiento del PIB del tercer trimestre señala una tasa de 4,9% interanual, mostrando una tasa inferior en comparación a las constatadas en los primeros dos trimestres del corriente año (gráfico I.4).

Gráfico I.4
Actividad económica de China



Gráfico I.5
Actividad económica de Brasil



En cuanto al sector manufacturero, el índice PMI se ubicó en zona de contracción en noviembre, con un nivel de 49,9. El deterioro de las condiciones operativas del sector se ha visto especialmente influenciado por una cantidad menor de nuevas órdenes, un menor nivel de empleo y mayores tiempos de entrega por parte de los proveedores. De esta manera, el pronóstico de crecimiento de la economía china se redujo de 8,2% a 8,0% anual para 2021.

En Brasil, el PIB exhibió un incremento del 4,0% interanual en el tercer trimestre de 2021. Respecto al trimestre anterior, se observó una leve reducción del 0,1% ante los resultados negativos del sector agropecuario, que fueron compensados en parte por la variación positiva verificada en el sector servicios. Más recientemente, en octubre, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) exhibió una reducción del 1,5% interanual (gráfico I.5). En cuanto al sector manufacturero, el PMI se ubicó en zona contractiva en el mes de noviembre, arrojando un valor de 49,8. El deterioro del sector manufacturero se encuentra explicado por la reducción de su volumen de producción, en línea con una disminución de las ventas, asociada a la escasez de materiales de producción, presiones inflacionarias y condiciones de demanda acotadas (gráfico I.6). En este escenario, desde el informe anterior, la perspectiva de crecimiento de Brasil para 2021 se redujo de 5,2% a 4,9% anual.

En Argentina, los datos del PIB del tercer trimestre del 2021 mostraron una expansión del producto del 11,9% interanual y en términos desestacionalizados creció 4,1% respecto al trimestre previo. Por el lado de la demanda, casi todos los componentes mostraron aumentos frente al segundo trimestre excepto la formación bruta de capital fijo. En octubre, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una expansión del 6,7% interanual (gráfico I.6). La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), mostró una variación positiva del 4,3% interanual para octubre, influenciada por incrementos observados en prendas de vestir, cuero y calzado, vehículos automotores y refinación del petróleo. En este contexto, para la economía argentina se espera una tasa de variación del PIB del 8,0% para el 2021, superior a la reportada en el informe anterior (tabla I.1).

Gráfico I.6
Actividad económica de Argentina

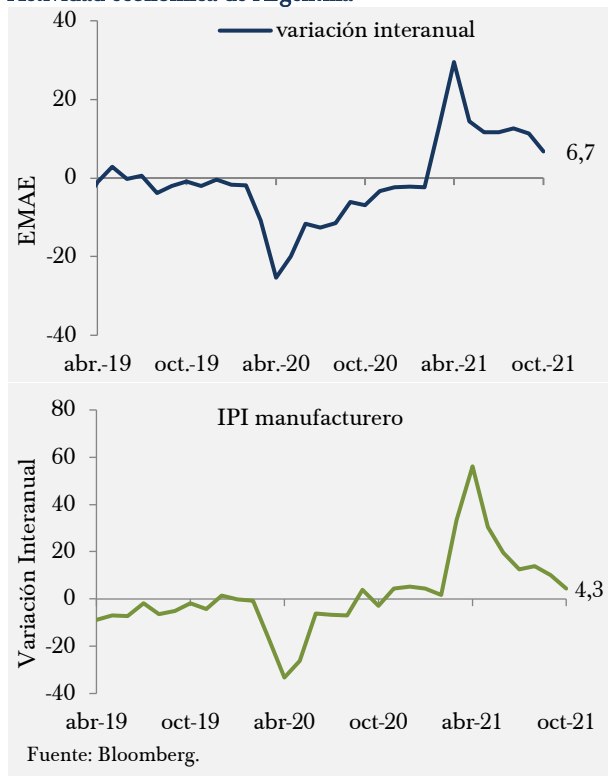
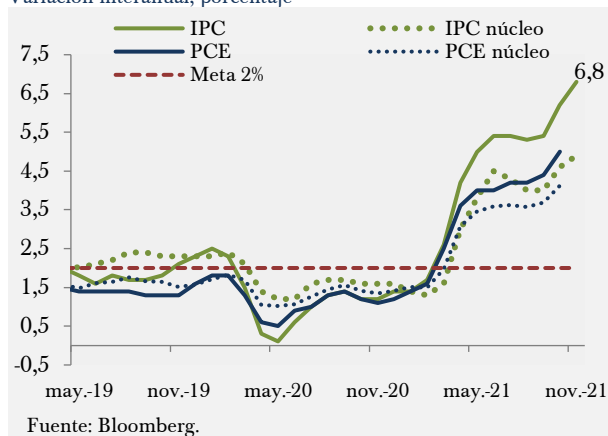


Gráfico I.7
Inflación en EE.UU.
Variación interanual, porcentaje



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, siguen ocasionando un incremento generalizado en el nivel de precios.

En EE.UU., durante el cuarto trimestre del año 2021, se han verificado tasas de inflación más elevadas que las registradas en el trimestre anterior (gráfico I.7). En noviembre, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 6,8% interanual. Este resultado se explica por incrementos en todas las categorías, dentro de las que destacan las subas de combustibles, vehículos nuevos y usados, transporte y vivienda. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 4,9% interanual. La inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 5,0% interanual en octubre y la inflación núcleo, del PCE, en 4,1%.

Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en su reunión de diciembre, 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 verificados en los últimos meses, el Comité señaló que, si bien los elementos que impulsan las subas de precios se han encontrado relacionados permanentemente a las disrupciones ocasionadas por la pandemia de COVID-19, estos incrementos de precios se han extendido a un rango más amplio de bienes y servicios. Como resultado, la inflación se ubica por encima de la meta del 2% y es probable que permanezca de esta manera durante gran parte del 2022. Teniendo en cuenta las tasas de inflación y los niveles de empleo, el Comité decidió iniciar en noviembre el proceso de reducción gradual de su programa de compras de activos, mientras que, en diciembre aceleró este proceso. De mantenerse el ritmo actual de reducciones de compra de activos, se espera que el mencionado programa llegue a su fin en el mes de marzo de 2022 y que la Reserva Federal realice alzas en las tasas de fondos federales desde el segundo trimestre del año 2022.

En la Eurozona, en el cuarto trimestre de 2021, se acentuó el incremento de la inflación en comparación con el trimestre

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

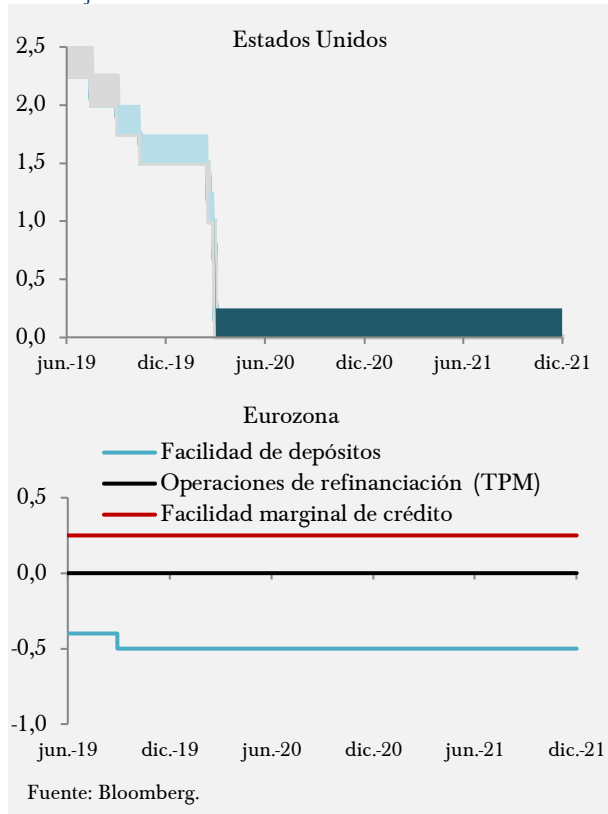
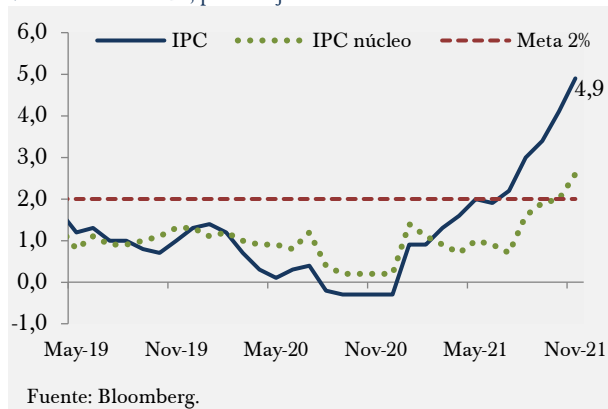


Gráfico I.9
Inflación en Eurozona
Variación interanual, porcentaje



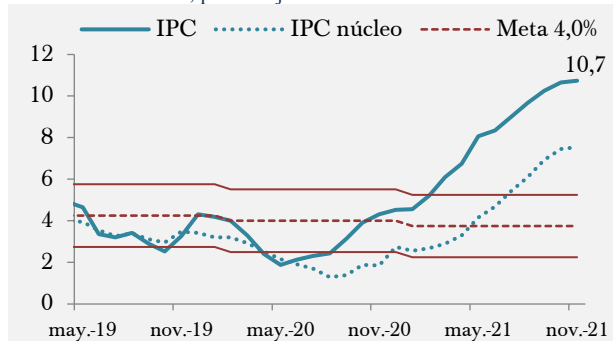
anterior. La tasa de inflación se ubicó en 4,9% interanual en el mes de noviembre de 2021 (gráfico I.9), mostrando un nivel mayor al promedio observado en el tercer trimestre del año. Esta presión a la suba de precios se encuentra principalmente explicada por los aumentos observados en el sector energético. 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 2,6% en noviembre. 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). Además, el Consejo de Gobierno consideró pertinente iniciar una reducción escalonada del ritmo de sus compras de activos durante los próximos trimestres. De esta manera, durante el primer trimestre de 2022, el Consejo de Gobierno espera realizar compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a un ritmo significativamente inferior al del trimestre anterior y pondrá fin a dichas compras al cierre de marzo de 2022.

En la región, la inflación de Brasil se ha acelerado aún más en el cuarto trimestre del presente año. En noviembre, el nivel de precios mostró un aumento del 10,7% interanual (gráfico I.10). Esta tasa de inflación se encuentra explicada por una suba considerable en el rubro transportes ante incrementos registrados en los precios de los combustibles, así como en los automóviles nuevos y usados. A su vez, se destaca el aumento observado en servicios del hogar, explicado especialmente por la energía eléctrica. La inflación núcleo cerró con una tasa de variación interanual del 7,4% en noviembre. Desde su reunión de septiembre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha incrementado la tasa Selic en 300 puntos básicos, situándola en 9,25%, con lo cual el ciclo de ajustes monetarios ha avanzado hacia un territorio más contractivo.

En el caso de Argentina, se pudo notar una leve moderación de la inflación durante el cuarto trimestre. La tasa de inflación, medida por el IPC INDEC, se situó en 51,2% interanual en noviembre de 2021 (gráfico I.11), levemente por debajo de las tasas constatadas en el trimestre anterior. Los mayores incrementos fueron observados en las categorías de restaurantes y hoteles, prendas de vestir y calzado y

Gráfico I.10
Inflación en Brasil

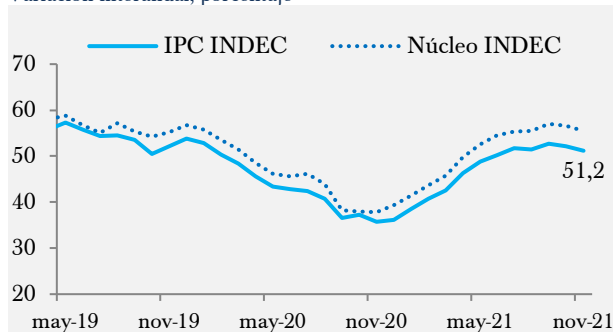
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg

Gráfico I.11
Inflación interanual en Argentina

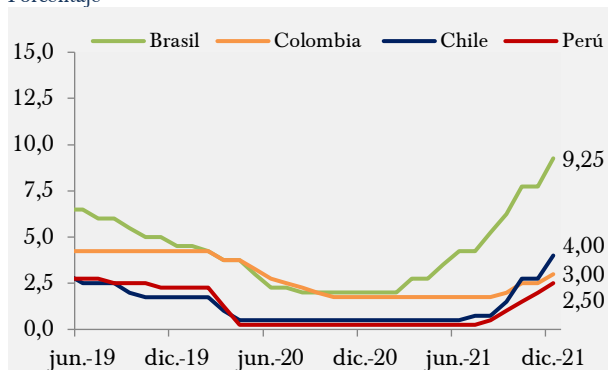
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg

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

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

equipamiento y mantenimiento del hogar. El rubro de mayor incidencia fue el de alimentos y bebidas no alcohólicas, que presentó aumentos en rubros como carnes y derivados y pan y cereales, parcialmente compensados por la reducción verificada en el rubro verduras, tubérculos y legumbres. 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, recientemente el gobierno implementó medidas de control de precios adicionales a las de precios cuidados, que se extenderán hasta el mes de enero de 2022.

En cuanto a otras economías de la región, Chile, Colombia y Perú han decidido continuar con el proceso de normalización de su política monetaria. Así, desde septiembre de 2021, Colombia incrementó su tasa de política monetaria en 100 puntos básicos (pb), Perú en 150 pb y Chile en 250 pb (gráfico I.12).

Materias primas

Las cotizaciones internacionales de *commodities* agrícolas mostraron comportamientos mixtos en el cuarto trimestre de 2021 (gráfico I.13). En el caso de la soja, se notó una moderación de la cotización en el periodo mencionado, mientras que, las del maíz, del trigo y del ganado en pie exhibieron incrementos. Así, a noviembre, el precio de la soja en Chicago disminuyó 3,1% respecto al cierre del tercer trimestre del corriente año. La caída de la cotización de la soja se encuentra explicada principalmente por proyecciones de una mayor siembra en EE.UU. debido a mejores perspectivas climáticas en zonas productoras, preocupaciones por un menor nivel de demanda por parte de China y la aparición de la nueva variante del coronavirus. Por otro lado, la cotización del maíz subió 10,3%, la del trigo 14,7% y la del ganado en pie se expandió en 8% al cierre de noviembre, en comparación con lo registrado a septiembre de 2021. Estos aumentos están en línea con la continua recuperación de la demanda, en un contexto donde la oferta permanece limitada.

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, en el cuarto trimestre, tanto el Brent como el WTI mostraron reducciones en sus precios con respecto al IPoM anterior. Esto se encuentra explicado por una mayor oferta ante el anuncio del uso de las reservas de petróleo de países como Estados Unidos, China, Japón, India, Corea del Sur y Reino Unido, y por el riesgo de restricciones a la movilidad ante la

Gráfico I.13
Precios de *commodities*

Índices, febrero 2020 = 100

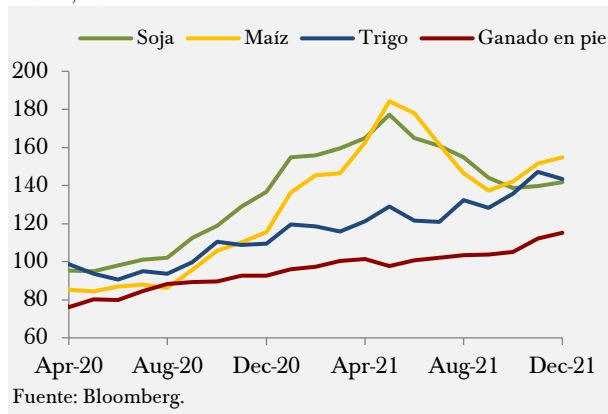


Gráfico I.14
Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

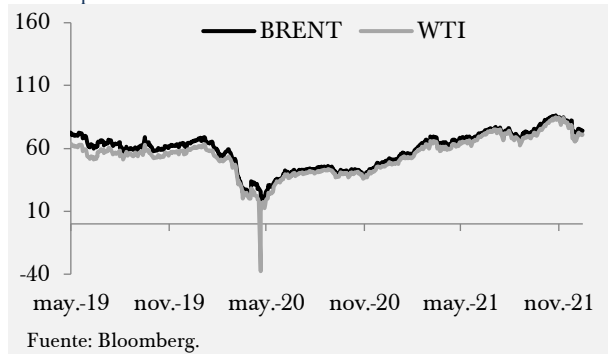


Gráfico I.15
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

Rendimientos (%)



aparición de la variante Ómicron. Por su parte, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en su reunión de diciembre, tomó la decisión de mantener el ritmo de incremento mensual de la producción (en 400 mil barriles por día) que venía implementando desde agosto de 2021. En comparación a los precios promedios observados durante el mes de septiembre de 2021, el precio del petróleo Brent se redujo 7,4% en noviembre, mientras que el de WTI disminuyó 9,2% (gráfico I.14).

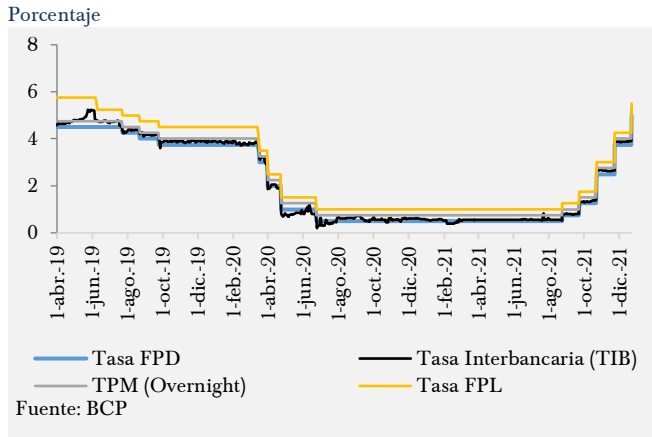
Mercados financieros internacionales

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 reducido con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.15). Este comportamiento se encuentra explicado en parte por la percepción de mayor riesgo por parte de los agentes ante la propagación de la nueva variante de COVID-19, sumada a las noticias de carácter económico referentes a las presiones inflacionarias a nivel global y la normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. En esta línea, a fines de noviembre, la cotización del dólar medida por el índice DXY se apreció 1,9%, con respecto al cierre del tercer trimestre de 2021.

Los principales índices de bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona han mantenido un dinamismo favorable desde el último IPoM. Se observa que, el promedio registrado por S&P500 en noviembre superó en 5,0% al constatado en septiembre de 2021. Por su parte, para el Euro STOXX 50, en el mismo periodo, se verificó un aumento de 3,7% respecto al promedio de septiembre del presente año.

II. Mercados Financieros

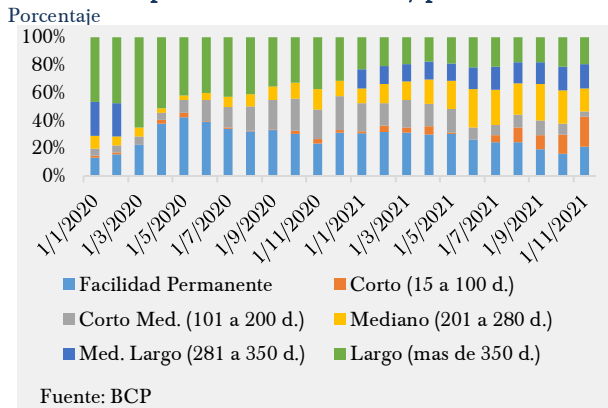
Gráfico II.1
Corredor de Tasas



Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria posteriores al último IPoM, la TPM se incrementó en 125 pb en noviembre y 125 pb en diciembre, con lo que la tasa referencial se situó en 5,25% anual al cierre de diciembre. En consecuencia, la tasa de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y la tasa de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) se ubicaron en 5,00% anual y 5,50% anual, respectivamente. Por su parte, la tasa interbancaria (TIB) ha seguido el incremento de la TPM y, respecto de periodos anteriores en que se encontraba más cercano al piso del corredor, en los meses recientes se ha ubicado en niveles muy cercanos a la TPM (gráfico II.1).

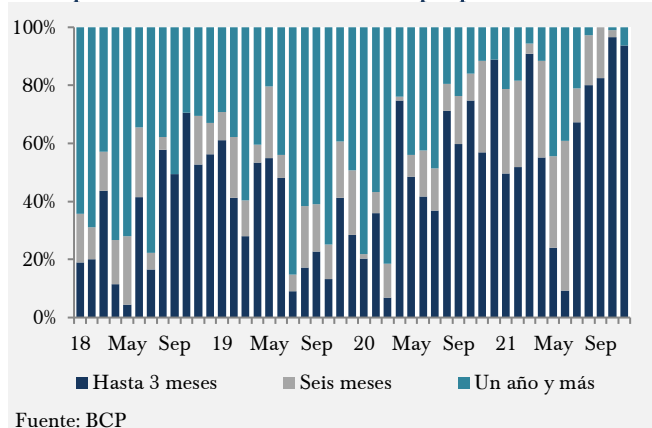
Gráfico II.2
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días



Instrumentos de Regulación Monetaria

En el cuarto trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de corto plazo en detrimento de los títulos de mediano plazo, corto-mediano plazo, largo plazo, de la facilidad permanente y del mediano-largo plazo. Así, la participación de los títulos de corto plazo en el mes de noviembre fue de 21,7%. Esta participación fue producto de un incremento en el orden del 11,8 p.p. para el corto plazo con relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2).

Gráfico II.3
Participación en la demanda de las LRM por plazos

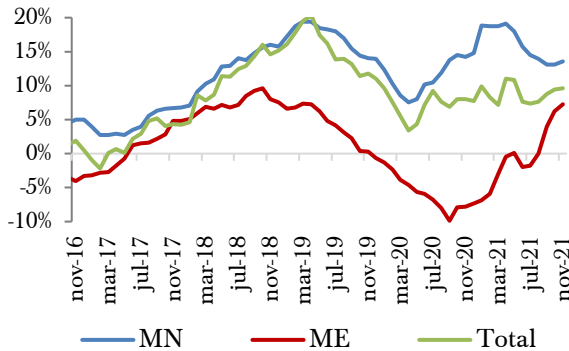


Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo 15,73% con relación al tercer trimestre, explicado por la disminución de las colocaciones en títulos de mediano plazo (-12,04 p.p.), títulos de corto-mediano plazo (-7,70 p.p.), títulos de largo plazo (-1,73 p.p.), títulos de mediano-largo plazo (-0,93 p.p.) y la disminución de la Facilidad Permanente (-1,67 p.p.), mientras que las colocaciones de corto plazo tuvieron una incidencia positiva.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en los meses de octubre y noviembre, se observó un mayor apetito por los instrumentos de hasta 3 meses, de manera similar a lo verificado en el trimestre pasado. Así, en ese periodo, la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 94,9% del total, de 6

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

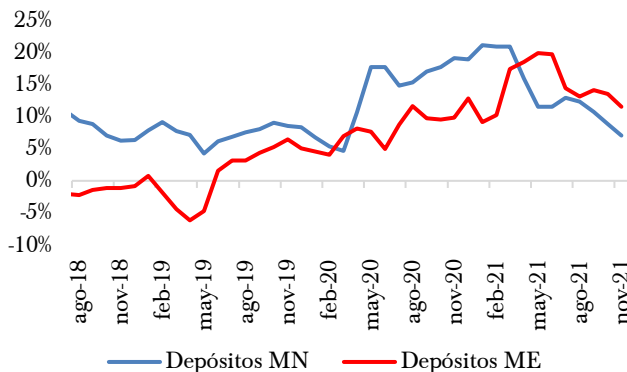
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico II.5
Evolución de Depósitos

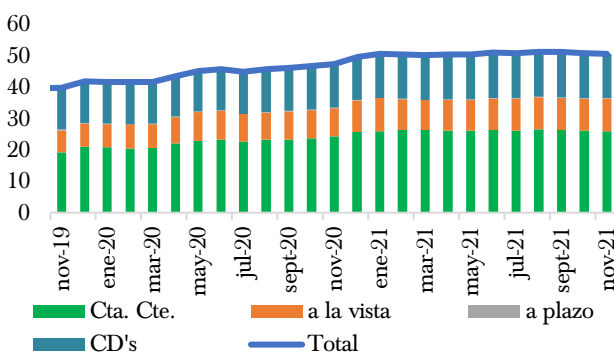
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico II.6
Depósitos por plazos en moneda nacional

Saldos, billones de guaraníes



Fuente: BCP

meses representó el 1,0% y la de 1 año y más representó el 4,1% (gráfico II.3).

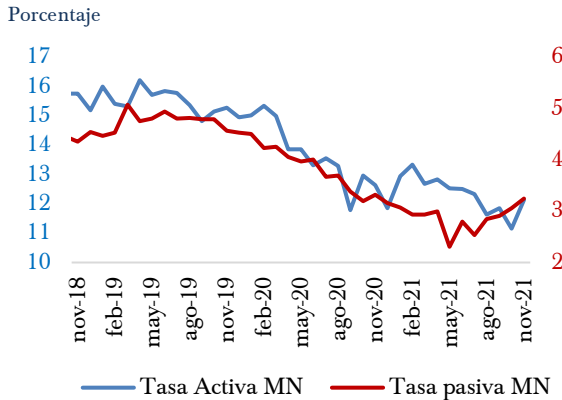
Condiciones Financieras

El saldo de los créditos totales ha exhibido una trayectoria ascendente desde el último IPoM, lo que refleja que los mismos han seguido expandiéndose, incluso a tasas mayores a las observadas en meses previos. De esta manera, los créditos aumentaron 9,6% en términos interanuales al mes de noviembre 2021. El mejor dinamismo se explica principalmente por la aceleración de los créditos en moneda extranjera exhibida a partir de inicios del tercer trimestre. Este resultado se explica, en parte, por una mayor incidencia de los préstamos concedidos a los sectores de agronegocios, industrias manufactureras y comercio al por mayor, entre otros. Con ello, los créditos en esta moneda verificaron en noviembre un crecimiento interanual de 7,2% (gráfico II.4).

Por su parte, si bien los créditos en moneda nacional han continuado con una dinámica importante, los mismos parecen haberse estabilizado en su ritmo de expansión en el periodo reciente. Así, los créditos en moneda local se incrementaron 13,5% al mes de noviembre, cifra similar a las verificadas en los meses posteriores al último informe. En términos de incidencia, la evolución de los créditos en guaraníes se explica principalmente por la contribución de los préstamos a los sectores de consumo, construcción, comercio al por mayor e industrias manufactureras.

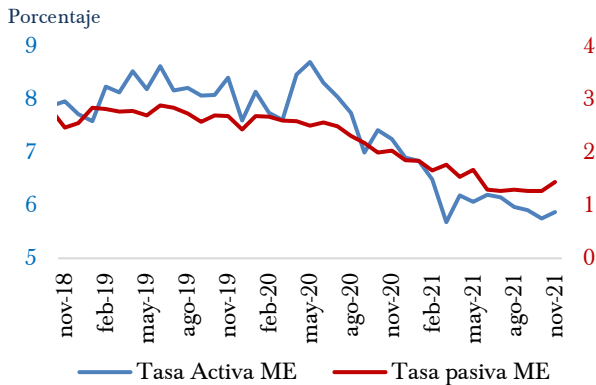
Con relación a los depósitos privados, en términos agregados, muestran variaciones más moderadas en meses recientes con un crecimiento interanual de 7,7% a noviembre. Como se ha venido señalando en los últimos informes, el saldo de los depósitos en moneda nacional ha permanecido en niveles elevados, relativos a los registrados en el año anterior a comienzos de la pandemia de la COVID-19. La mayor proporción de los depósitos en guaraníes se encuentra a plazos cortos (cuenta corriente), lo cual implica que existe una porción relevante de recursos que eventualmente podrían destinarse al consumo o a la inversión en un escenario de recuperación de la actividad económica y reapertura de varios sectores, principalmente servicios, que estaban restringidos por el confinamiento y/o la menor demanda. Al mes de noviembre, los depósitos en

Gráfico II.7
Tasas de interés activa y pasiva en moneda nacional



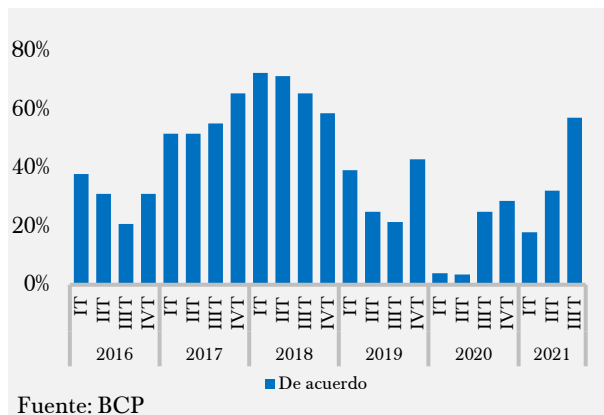
Fuente: BCP

Gráfico II.8
Tasas de interés activa y pasiva en moneda extranjera



Fuente: BCP

Gráfico II.9
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?



Fuente: BCP

moneda local se han incrementado en 7,1% con respecto al mismo periodo del año anterior (gráfico II.5 y II.6).

Por el lado de los depósitos en moneda extranjera, en términos relativos también se observa mayores saldos a los de inicio del 2020. Ello se refleja en una expansión interanual de 11,5% de los depósitos en esta moneda.

Referente a las tasas de interés, el promedio ponderado de las activas en moneda nacional ha presentado oscilaciones en su evolución desde el informe previo. Esta trayectoria se debe en parte al comportamiento puntual que se han registrado en algunas categorías específicas de créditos. No obstante, al mes de noviembre, el promedio de tasas se ha normalizado, ubicándose en 12,1%, levemente por encima al cierre de agosto (11,6%). Por su parte, el promedio de tasas de interés pasivas en moneda local muestra una trayectoria ascendente en los últimos meses, situándose en 3,3% al cierre de noviembre (2,9% en agosto) (gráfico II.7).

El promedio ponderado de las tasas de interés activas en moneda extranjera ha permanecido estable en el periodo reciente, cerrando a noviembre en 5,9%. En el promedio de tasas pasivas en esta moneda, se ha constatado un ligero incremento en el margen, ubicándose en 1,4% en el mismo periodo (gráfico II.8).

Con relación a la Encuesta de Situación del Crédito correspondiente al tercer trimestre del 2021, el 57,1% de los encuestados había considerado que la situación, en el periodo mencionado, era óptima para la concesión de créditos. Con este resultado se ha verificado nuevamente un importante aumento con respecto a lo observado en el trimestre anterior del corriente año (32,1%) y también superior al porcentaje registrado en el segundo trimestre del 2020 (25,0%). Este resultado da cuenta de que la recuperación de la actividad económica reflejada en las proyecciones de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) otorga un panorama con perspectivas más favorables para las entidades que conceden créditos. En la misma línea, los índices de difusión de expectativas sectoriales se han mantenido en la zona de optimismo en los plazos de 3, 6 y 12 meses (gráficos II.9 y II.10).

Gráfico II.10

Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito

Índice de difusión

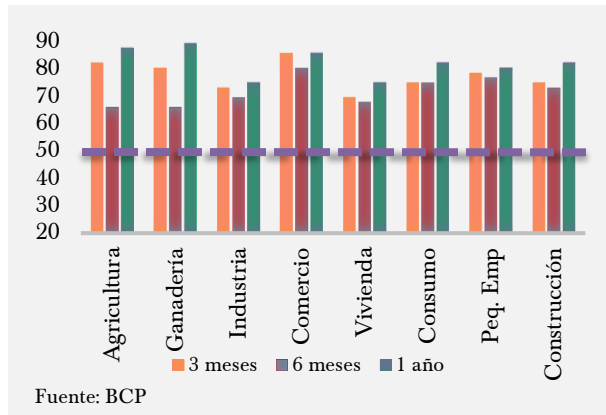


Gráfico II.11

Volumen negociado en la BVPASA

En miles de millones de guaraníes

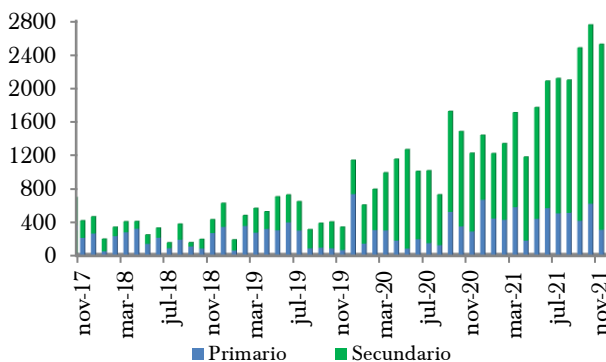
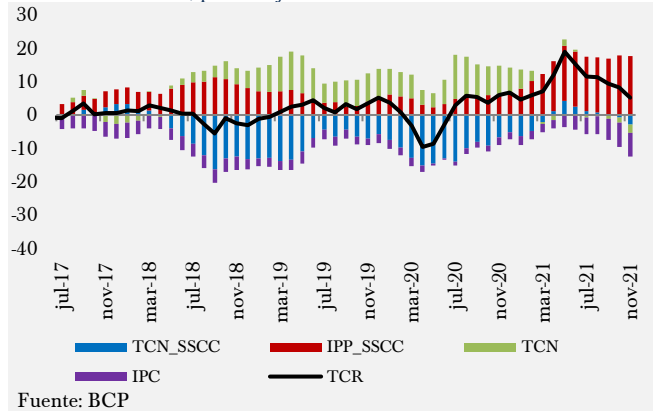


Gráfico II.12

Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



Mercado Bursátil

Al mes de noviembre de 2021, el volumen negociado en bolsa alcanzó 21.168.331 millones de guaraníes (USD 3.136 millones aproximadamente), equivalente a un incremento de 76%, en términos acumulados. Las operaciones de reporto representaron 56,4% del total negociado y tuvieron un crecimiento interanual del 71,7%. Seguidamente, se encuentran las operaciones de renta fija, que representaron el 42,3% del total negociado, y mostró un crecimiento del 86,6% en el mismo periodo. En menor proporción, se ubicaron las operaciones de renta variable (1,3%), para las que se verificó un incremento de 66,8%. Por último, se encuentran las operaciones con derivados, con una participación de 0,05%.

Del total negociado hasta noviembre del 2021, el 23,3% correspondió a transacciones en el mercado primario y 76,7% al mercado secundario (gráfico II.11).

En noviembre del 2021, la tasa de interés promedio ponderado (en moneda nacional) pactada en la bolsa de valores fue 9,2% anual, al tiempo que la tasa en moneda extranjera se situó en 5,4% anual.

Tipo de cambio

Entre los meses de octubre y noviembre, las monedas de la región que se apreciaron con respecto a las cotizaciones registradas a finales del trimestre anterior fueron el sol peruano 1,67%, y el guaraní 0,99%. En contrapartida, el peso colombiano (4,98%), el real brasileño (3,31%), el peso chileno (2,46%) y el peso uruguayo (0,61%), se depreciaron en el mismo periodo.

Por otra parte, en noviembre de 2021, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 5,18% 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, atenuado por una apreciación del tipo de cambio nominal en este periodo (gráfico II.12).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

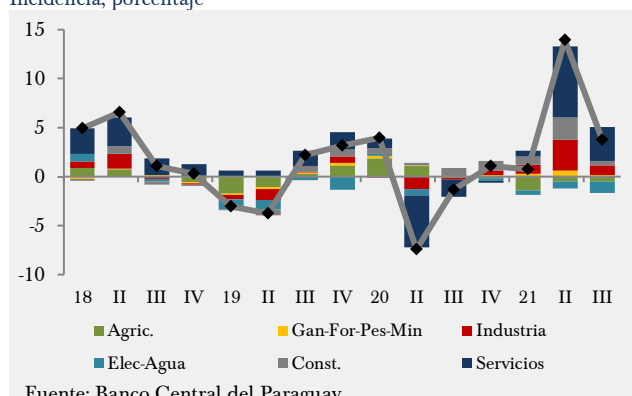
Sectores	Peso 2020	2020				2021		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	8,7	17,4	14,0	1,5	-2,2	-11,6	-5,1	-8,1
Gan., For., Pes. y Min.	3,2	10,5	2,0	-3,2	5,0	9,9	18,7	4,8
Industria	19,1	-0,2	-6,6	-1,1	2,3	4,9	16,5	5,0
Elect. y agua	7,1	2,3	-9,0	0,6	-3,5	-6,0	-10,5	-16,5
Construcción	6,9	10,4	3,6	11,2	15,5	13,7	34,8	5,6
Servicios	47,8	2,1	-10,7	-3,4	-0,4	1,3	15,2	7,1
Imp. a Prod.	7,1	0,9	-20,9	-2,2	1,3	-0,5	28,8	5,4
PIB Total	100,0	4,0	-7,4	-1,3	1,1	0,8	13,9	3,8
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,9	2,5	-8,9	-1,5	1,7	3,0	17,4	6,1

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Peso 2020	2020				2021		
		I	II	III	IV	I	II	III
Consumo total	75,8	1,1	-5,8	-3,0	-1,3	-1,0	9,0	6,9
Consumo priv.	63,3	0,2	-6,8	-4,4	-3,2	-0,4	9,7	7,7
Consumo púb.	12,5	6,8	0,0	5,1	8,0	-4,2	5,6	2,4
FBC	20,2	21,3	-20,0	-18,8	-7,5	14,6	55,8	32,6
FBCF	19,3	5,0	-3,6	7,5	10,7	15,0	44,7	11,8
Exportaciones	33,1	-4,5	-22,6	-3,8	-5,1	-11,0	29,9	-1,0
Importaciones	29,0	0,1	-27,7	-17,0	-15,6	-4,1	42,4	21,1
PIB Total	100,0	4,0	-7,4	-1,3	1,1	0,8	13,9	3,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

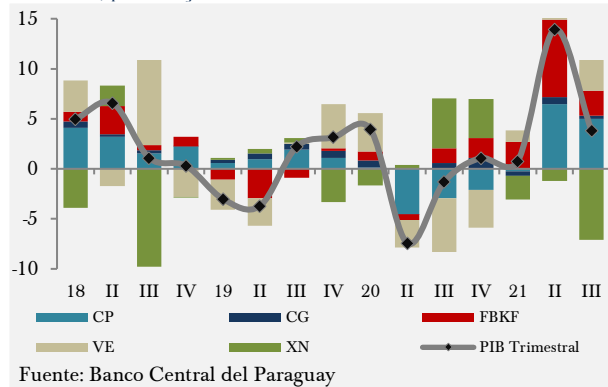
Actividad y demanda

La actividad económica y la demanda interna han seguido expandiéndose con relación al año anterior, en un contexto sanitario que ha permanecido favorable, posibilitando una mayor movilidad y apertura de la economía. En el tercer trimestre, el PIB creció 3,8% interanual, impulsado por servicios, construcciones, manufacturas y ganadería; mientras que, la agricultura y electricidad y agua registraron una retracción. Por el lado del gasto, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado explicaron gran parte del crecimiento. A la par del buen desempeño de la demanda interna, las importaciones han mostrado también un repunte importante. Al cierre del tercer trimestre, la variación acumulada del PIB se situó en 5,8%. De acuerdo con los indicadores de corto plazo, la actividad continuaría expandiéndose durante el cuarto trimestre. En el ámbito sanitario, si bien se ha observado un ligero aumento de casos de COVID-19, la situación permaneció contenida, favoreciendo el desempeño económico, especialmente del sector de los servicios.

El sector de los servicios registró nuevamente un crecimiento interanual importante en el trimestre, aunque todavía se verifica un efecto estadístico favorable por la menor base de comparación en el año anterior, sobre todo en aquellas actividades que han sido más afectadas por las medidas sanitarias establecidas. La variación interanual registrada fue de 7,1%, acumulando así un crecimiento de 7,6% al tercer trimestre de 2021. En el comportamiento interanual, los sectores de mayor incidencia positiva fueron el comercio, los servicios a los hogares (incluye salud, educación y esparcimiento), los restaurantes y hoteles, los servicios a las empresas (agencias de turismo, consultorías, publicidad, etc.) y el transporte. Asimismo, se observaron resultados favorables en las telecomunicaciones, la intermediación financiera y los servicios inmobiliarios.

Por su parte, la actividad manufacturera presentó un crecimiento interanual de 5,0%, mientras que, de forma acumulada, el sector registró una variación de 8,6%. El resultado del trimestre se explicó por el mejor desempeño de la producción de carnes, de molinerías y panaderías, de los productos químicos, de cueros y calzados, de los minerales no

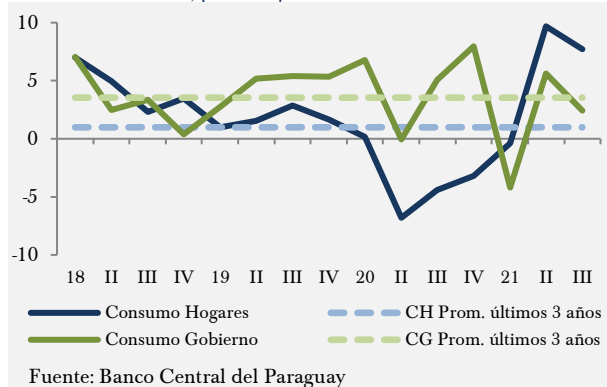
Gráfico III.2
PIB: Componentes de Demanda
Incidencia, porcentaje



metálicos, los productos metálicos, los metales comunes, de las maquinarias y equipos, papel y los productos del papel. No obstante, estos resultados se vieron atenuados por las variaciones negativas registradas en la producción de aceites, la producción de lácteos, azúcar, las bebidas y tabacos y, los textiles y las prendas de vestir.

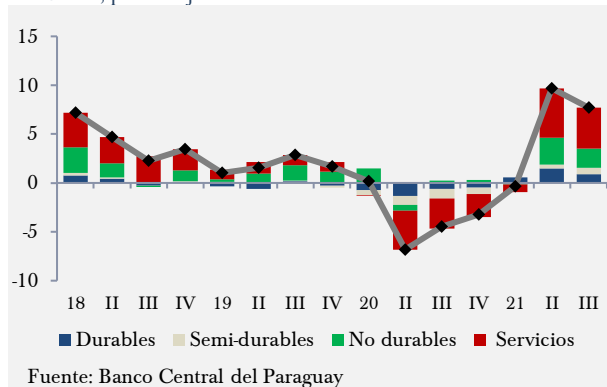
El sector de la construcción presentó un crecimiento interanual del 5,6%. Con este resultado, la variación acumulada alcanzó 16,9% al tercer trimestre de 2021. El comportamiento de la actividad estuvo influenciado principalmente por el mayor dinamismo registrado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. Este comportamiento está en línea con el importante crecimiento de la demanda de los principales insumos empleados por el sector, como el cemento y la varilla.

Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje



Asimismo, el sector de ganadería, forestal, pesca y minería, registró una variación interanual positiva de 4,8% con respecto al mismo trimestre del año 2020, acumulando así un crecimiento de 11,0% al tercer trimestre de 2021. El resultado interanual está explicado principalmente por el mayor nivel de faenamientos de ganado bovino y porcino, y por la mayor producción de huevos, desempeños positivos que fueron atenuados por las reducciones registradas en el faenamiento de aves y en la producción de leche cruda. De igual forma, se ha verificado también un comportamiento favorable en la minería, que guarda relación con la dinámica de las construcciones en el presente trimestre.

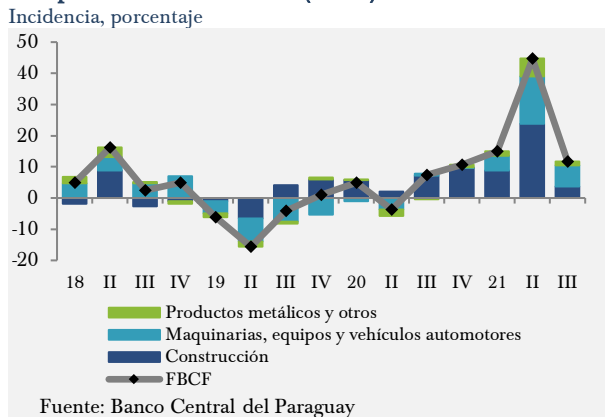
Gráfico III.4
Componentes del consumo privado
Incidencia, porcentaje



En contrapartida, el sector agrícola se contrajo nuevamente en -8,1% interanual y acumula una retracción de -8,8% al tercer trimestre. 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 contrarrestados por las variaciones positivas registradas en la producción de mandioca y otros tubérculos.

Por último, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de -16,5% y una retracción acumulada de -10,7% al tercer trimestre del año. El desempeño desfavorable del trimestre siguió siendo explicado por la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido a la disminución del caudal hídrico del río Paraná.

Gráfico III.5
Componentes de la inversión (FBCF)



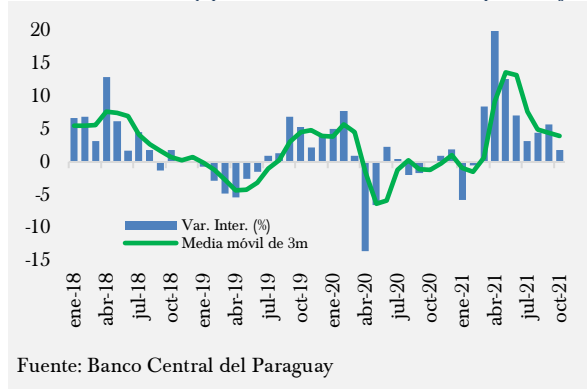
Desde la perspectiva del gasto, el incremento interanual del PIB fue impulsado por la expansión de la demanda interna y aminorado por la reducción en la demanda externa neta.

La demanda interna verificó un crecimiento interanual de 11,5%, mientras que en términos acumulados la tasa fue 9,9%. Entre sus principales componentes, se destacan los aumentos interanuales de la formación bruta de capital (32,6%) y del consumo total (6,9%).

La formación bruta de capital fijo (FBCF) creció 11,8% con respecto al mismo trimestre de 2020 y, con este resultado, acumuló una expansión de 22,2%. El desempeño del trimestre fue explicado, principalmente, por el mayor nivel en las construcciones y las inversiones en maquinarias y equipos.

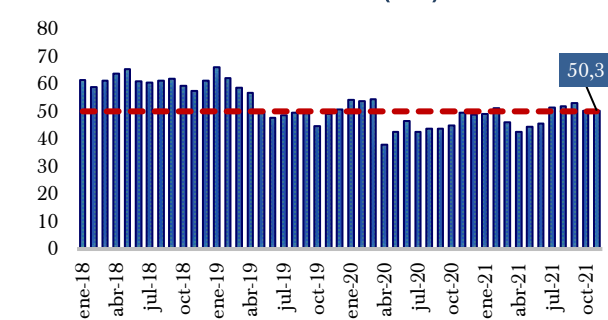
Gráfico III.6
Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP)

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Al desagregar el consumo total, se observó que el consumo privado registró una variación interanual positiva de 7,7%, 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 5,6% al tercer trimestre de 2021.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

Por su parte, el consumo de gobierno aumentó 2,4% interanual, mientras que, de forma acumulada al tercer trimestre de 2021, alcanzó un crecimiento de 1,3%.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios han presentado una disminución interanual de 1,0%, resultado que se explica fundamentalmente por la marcada disminución en la cantidad exportada de energía eléctrica, así como por las retracciones en los envíos de aceites vegetales y derivados de la soja. Esto fue atenuado por el aumento de los envíos de maquinarias y equipos (vinculadas a las reexportaciones) y carne bovina. En las exportaciones de servicios, se ha registrado una menor dinámica de los servicios de transporte. La incidencia en el resultado interanual de los bienes fue -0,6 p.p. y de los servicios -0,4 p.p. Al cierre del tercer trimestre, las exportaciones de bienes y servicios acumuló un crecimiento de 4,3%.

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

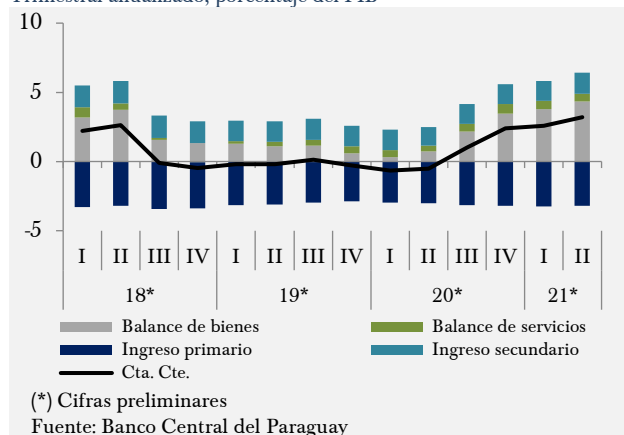


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2020*	2021 *	2022 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	843,7	247,1	-411,0
Balanza Comercial	1.225,8	785,0	-18,8
Exportaciones	10.954,9	13.152,8	13.218,0
Importaciones	9.729,2	12.367,8	13.236,8
Servicios	252,3	90,0	250,0
Ingreso primario	-1.157,6	-1.160,0	-1.185,0
Ingreso secundario	523,2	532,2	542,8
Cuenta Corriente (% PIB)	2,3	0,6	-1,0

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

A su vez, las importaciones de bienes y servicios registraron un crecimiento interanual de 21,1%, en donde las compras externas con mayor incidencia positiva fueron bienes vinculados al régimen de turismo y productos farmacéuticos y químicos. Por otro lado, dentro de los servicios se ha destacado el mayor dinamismo del transporte. La incidencia de los bienes fue de 16,7 p.p. y de los servicios fue de 4,4 p.p.

De esta manera, la demanda interna fue el componente que más efectos tuvo en el incremento interanual del PIB del tercer trimestre de 2021, incidiendo positivamente en 10,9 p.p., principalmente debido a la incidencia favorable de la formación bruta de capital fijo (5,6 p.p.), del consumo privado (5,0 p.p.) y del consumo del gobierno (0,3 p.p.). En contrapartida, las exportaciones netas han verificado una incidencia negativa de -7,1 p.p.

Finalmente, los indicadores de actividad económica han evolucionado favorablemente durante el cuarto trimestre, coherente con la proyección de crecimiento del 5% para el 2021. Durante el año, se destacó el dinamismo de los servicios, las manufacturas, las construcciones y la ganadería. La agricultura, si bien se contrajo con relación al 2020, sus altos precios de exportación han favorecido al sector en el 2021.

Cuenta Corriente⁴

Conforme a los registros más recientes del comercio exterior y de otras líneas de las cuentas externas, se ha procedido a realizar nuevamente un ajuste a la baja del superávit de cuenta corriente para el 2021, de 1,1% del PIB a 0,6% del PIB. Para el 2022, el pronóstico se sitúa en un déficit de 1,0% del PIB.

En cuanto al presente año, el crecimiento de las exportaciones se revisó al alza, de 16,4% a 20%, debido principalmente al incremento, mayor al esperado, de los volúmenes de soja en granos. Durante el 2021, el repunte de las exportaciones se ha explicado, en gran medida, por los altos precios de *commodities* y los mayores volúmenes de trigo y maíz. A esto se ha sumado, la recuperación de las reexportaciones, coherente con la mejor dinámica de la economía brasileña en el 2021 y la reapertura de las fronteras paraguayas con dicho país. Para

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

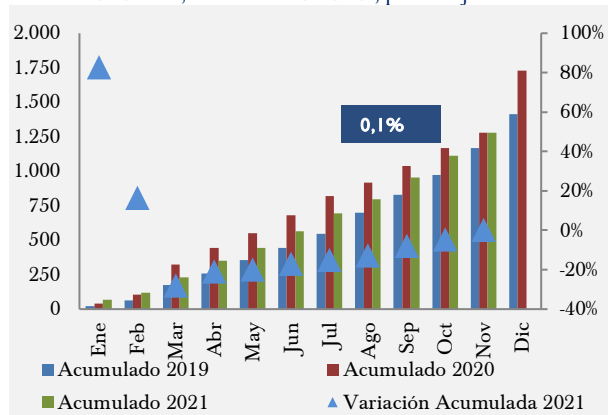
En miles de millones de guaraníes

	Noviembre 2020	Noviembre 2021	Variación (%)
Ingreso total recaudado	28.993	33.538	15,7%
Ingresos tributarios	20.449	24.238	18,5%
Contribuciones sociales	2.271	2.609	14,9%
Donaciones	1.040	1.574	51,4%
Otros ingresos	5.234	5.117	-2,2%
Gasto total obligado	33.207	32.748	-1,4%
Remuneración a los empleados	14.867	14.924	0,4%
Uso de bienes y servicios	3.030	3.952	30,5%
Intereses	2.502	2.910	16,3%
Donaciones	3.894	4.002	2,8%
Prestaciones sociales	7.772	5.612	-27,8%
Otros gastos	1.142	1.347	18,0%
Balance operativo	-4.213	790	
Adquisición neta de activos no financieros	6.404	6.413	0,1%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-10.617	-5.623	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Gráfico III.9
Inversión física de la Administración Central

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

las importaciones de bienes, la cifra pronosticada para el 2021 se corrigió también al alza, de 23% a 27%, consistente con los mejores datos proyectados para el consumo privado y para la inversión. Este cambio se explica por una revisión en los niveles de crecimiento tanto de volúmenes como precios previstos principalmente en lo referente a los bienes de uso interno. Así, el superávit de la balanza comercial aumentó de USD 766,2 millones a USD 785 millones en este informe.

En contrapartida, para el caso de la balanza de servicios y, conforme a los últimos datos disponibles, esencialmente en lo referente a los servicios de transporte, se ha procedido a un ajuste en los valores de los fletes, lo cual implicó un saldo neto en la balanza de servicios (USD 90 millones) menor al pronosticado en el informe anterior.

Para el año 2022 se proyecta un leve crecimiento de las exportaciones en alrededor del 0,5%, en línea con la moderada expansión prevista de la producción agrícola y, los pronósticos de precios internacionales menores a los del 2021. Para las importaciones, se prevé una tasa de 7,0%, en línea con el crecimiento previsto de la demanda interna para el 2022. Con ello, se prevé una balanza comercial deficitaria que, sumada a las previsiones de los demás componentes, tendría como resultado una cuenta corriente con un saldo negativo de USD 411 millones (-1,0% de PIB).

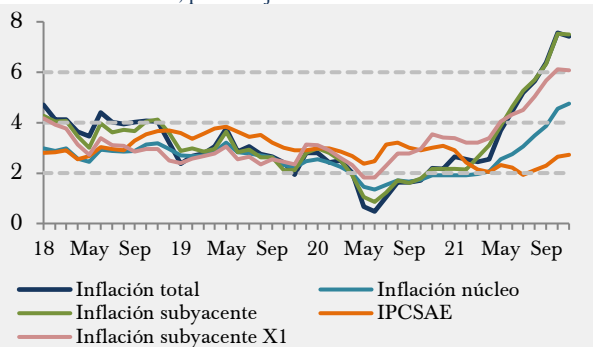
Finanzas públicas

Los ingresos totales recaudados a noviembre ascendieron a 33,5 billones de guaraníes, que representó un aumento acumulado de 15,7%. Este resultado se explica principalmente por un aumento del 18,5% de los ingresos tributarios, los cuales han continuado con un dinamismo acorde con la recuperación de la actividad económica y de la demanda durante el 2021. La recaudación de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) creció 15,1% y de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA) 23,8%. Además, se han verificado incrementos en las donaciones (51,4%) y contribuciones sociales (14,9%). Por su parte, los otros ingresos se redujeron en 2,2%, debido a menores ingresos por royalties y compensaciones de Itaipú y Yacretá.

Por otro lado, el gasto obligado a noviembre alcanzó 32,7 billones de guaraníes, lo que representó una reducción de 1,4% respecto al acumulado a noviembre de 2020. Este comportamiento se explica principalmente por una caída del

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

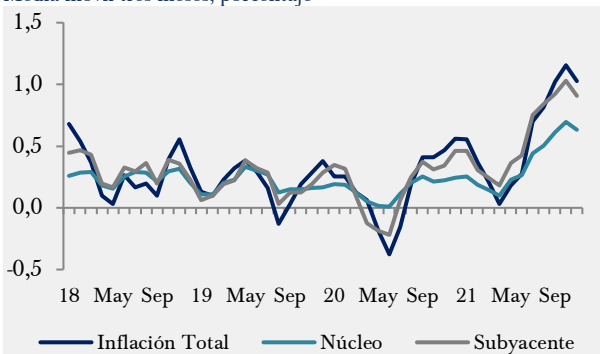
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.11
Inflación mensual

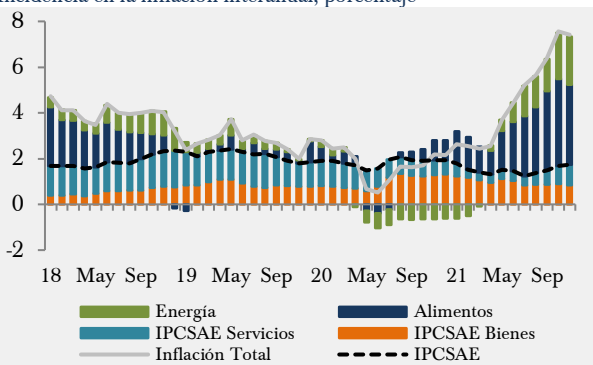
Media móvil tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

concepto de prestaciones sociales en 27,8%, explicado principalmente por la finalización de los programas de asistencia social transitorios implementados en el marco de Emergencia Nacional del año pasado. Por otro lado, se incrementaron en 30,5% los gastos en uso de bienes y servicios (debido al incremento en compra de medicamentos e insumos médicos), en 18% los otros gastos, en 16,3% los pagos de intereses (en particular, los correspondientes a los bonos soberanos) y, en 0,4% la remuneración a los empleados.

La Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras, exhibió un incremento del 0,1% con respecto al acumulado a noviembre del 2020.

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento Neto) de 5,6 billones de guaraníes a noviembre del presente año, equivalente a un resultado fiscal de -2,1% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -3,6% del PIB, coherente con la tasa prevista para el cierre del año (-3,8% del PIB).

Evolución de los precios

Desde el último informe, la inflación total y las medidas subyacentes continuaron mostrando una trayectoria al alza, explicada principalmente por el aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles, los cuales han sido afectados por los altos precios de *commodities* alimenticios y energéticos y la mayor demanda externa de la carne vacuna.

La inflación total en noviembre fue 7,4%, superior al 6,4% del mes de septiembre. El promedio interanual entre octubre y noviembre se ubicó en 7,5%, mayor al 5,7% verificado en el tercer trimestre del año y, también por encima del promedio del 2% observado en el cuarto trimestre del año pasado (gráfico III.10).

En este lapso, **la inflación subyacente (excluye frutas y verduras)** promedió una tasa interanual del 7,5%, mientras que la subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promedió una tasa interanual 6,1%, superiores a los promedios observados en el tercer trimestre del año (5,8% y 5,1%, respectivamente). La inflación núcleo, en línea con este comportamiento, registró una tasa promedio interanual del 4,7% por encima del 3,5%

Gráfico III.13
Inflación de bienes y servicios administrados
Variación interanual, porcentaje

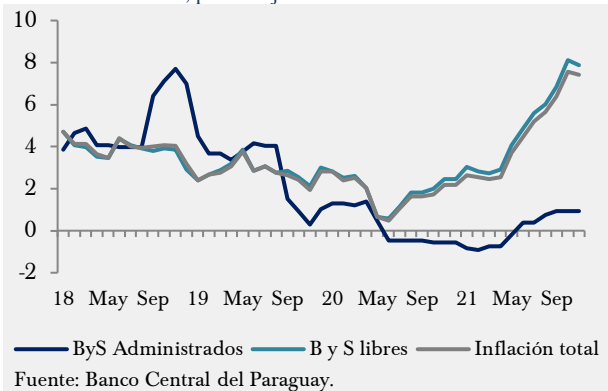


Gráfico III.14
Inflación de bienes transables y no transables
Variación interanual, porcentaje

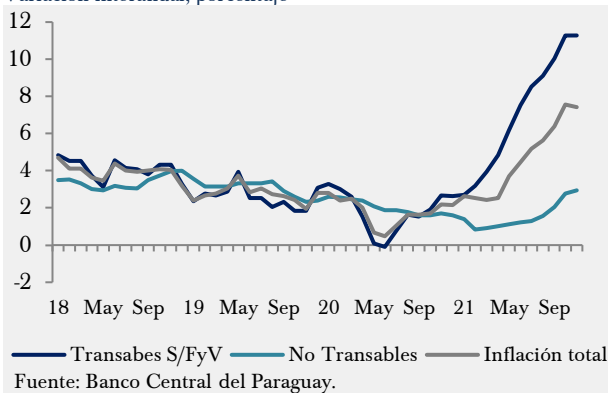
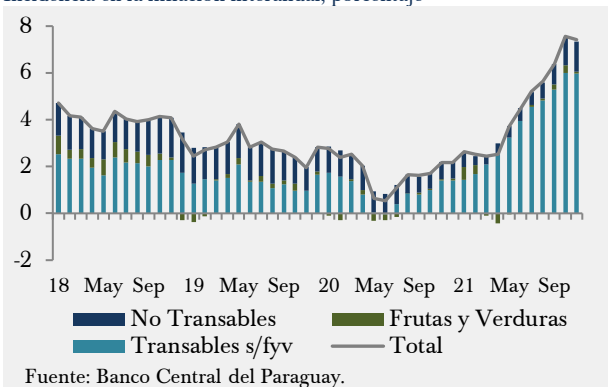


Gráfico III.15
Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



correspondiente al promedio del trimestre julio-septiembre del 2021 (gráfico III.10).

Entre octubre y noviembre **la inflación total** mensual promedió una tasa del 1,1%, levemente superior al 1% registrado en el trimestre anterior, pero superior al resultado promedio obtenido al último trimestre del año pasado (0,6%). Por su lado, la inflación núcleo promedió para el periodo octubre-noviembre una tasa del 0,7%, mayor al 0,6% observada en el trimestre julio-septiembre, mientras que la subyacente en el mismo periodo promedió una tasa del 1%, superior a la tasa promedio del 0,9% verificada en el tercer trimestre del año (gráfico III.11).

Por otra parte, el comportamiento del **IPCSAE (IPC sin alimentos y energía)** entre octubre y noviembre registró una tasa interanual promedio del 2,7%, por encima del promedio interanual del 2,1% observado en el tercer trimestre de este año.

El IPCSAE bienes mostró una tasa interanual promedio de 3,2%, similar a la tasa del tercer trimestre. Entre los bienes se registraron incrementos en los precios de vestidos, artículos de limpieza para el hogar, repuestos para vehículos, productos farmacéuticos, y artículos de cuidado personal. Igualmente, los precios de los bienes durables observaron aumentos que responden principalmente a renovación de *stock* de nuevos modelos, en un periodo en el cual el tipo de cambio guaraní/dólar se mantuvo relativamente estable.

Con relación al IPCSAE servicios, la tasa interanual promedio se ubicó en 2,3%, mayor al 1,3% verificado entre julio y septiembre de 2021, destacándose las principales subas en servicio de mantenimiento del hogar, servicios de la salud, servicio de reparación de equipos para el hogar, mantenimiento de vehículos y, alimentos consumidos fuera del hogar. Este último, en línea con incrementos en varios productos alimenticios observados en los últimos meses (gráfico III.12).

Con relación a **los alimentos**, la tasa interanual promedio se situó en 14,1% entre octubre y noviembre (11,8% en el tercer trimestre), explicada, en gran medida, por la incidencia de los precios internacionales de los *commodities* en el mercado doméstico. Se destacaron los aumentos en productos panificados, harinas, pastas y arroz, productos lácteos, hortalizas, y carne vacuna. Este último, debido, en parte, a la

Gráfico III.16
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje

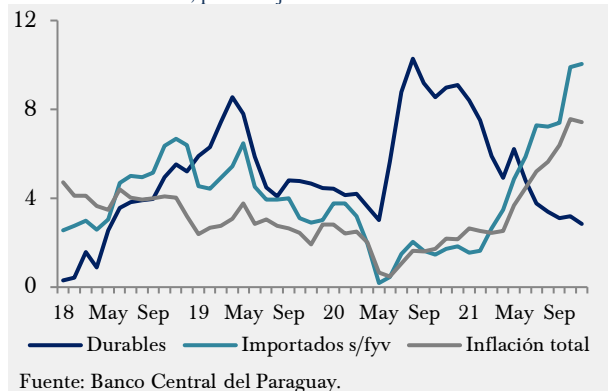


Gráfico III.17
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

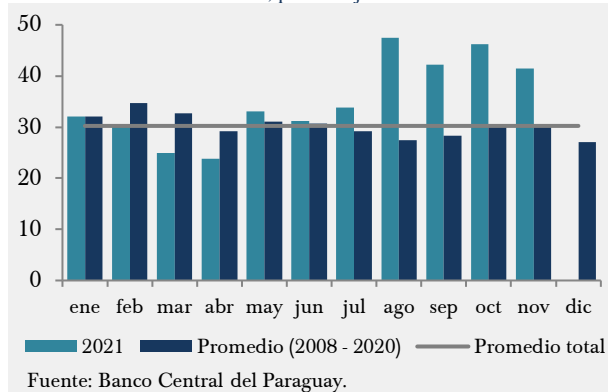
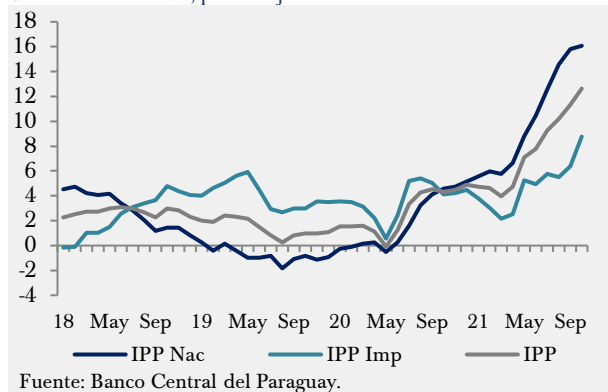


Gráfico III.18
Índice de Precios del Productor (IPP)
Variación interanual, porcentaje



buena dinámica de las exportaciones en los últimos meses. De igual manera, en línea con el comportamiento de la proteína roja, se registraron subas de precios en los productos sustitutos de la carne vacuna, apuntados principalmente en carnes de aves y de cerdo, que además de la mayor demanda, también fueron afectados por los aumentos en los costos de producción, como los alimentos balanceados elaborados a base de *commodities* agrícolas (gráfico III.12).

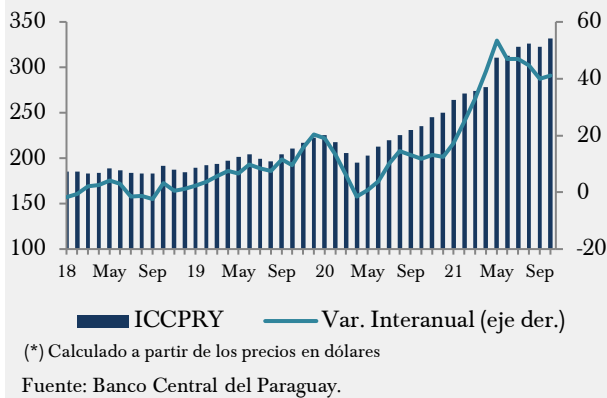
Por su parte, los precios de los **bienes derivados del petróleo** aumentaron por cuarta vez en el año, influenciados por la tendencia al alza de los precios internacionales del crudo. Así, se observaron incrementos de precios en naftas, gasoil común, gasoil aditivado, y gas de uso doméstico (gráfico III.12).

Los precios de los **bienes administrados** registraron una variación promedio interanual de 0,9% entre octubre y noviembre, levemente superior al 0,7% del trimestre julio-septiembre. Por su parte, los precios de los **bienes libres** verificaron una variación interanual promedio de 8,0%, mayor a la tasa promedio verificada entre julio y setiembre de 2021 (6,2%) (gráfico III.12).

La inflación de los **bienes transables (sin frutas y verduras)** por su parte, siguieron mostrando subas en los meses de octubre y noviembre, pasando la tasa promedio interanual del 9,2% (julio-septiembre) a un 11,3% en el periodo de referencia, debido principalmente a los incrementos en los productos alimenticios y combustibles. Adicionalmente, se subrayan aumentos en artículos de limpieza para el hogar, productos farmacéuticos, y bienes durables. Los precios de los **bienes y servicios no transables** verificaron una inflación interanual promedio del 2,9% (octubre-noviembre), superior a la tasa promedio interanual del 1,6% (julio-septiembre) que responde a aumentos moderados en alquiler de vivienda, servicios para mantenimiento del hogar, servicios de la salud, mantenimiento de vehículos y, alimentos consumidos fuera del hogar (gráfico III.14) (gráfico III.15).

En cuanto a los precios de los **bienes durables** de la canasta, la variación interanual promedio en octubre-noviembre se ubicó en 3% menor a la registrada entre julio y septiembre (3,4%). Se observaron aumentos de precios en electrodomésticos para el hogar, aparatos celulares, equipos audiovisuales y, equipos informáticos, explicados por factores de renovación de *stock* de nuevos modelos. Es importante

Gráfico III.19
Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



señalar que, durante el periodo, el tipo de cambio (guarani/dólar) tuvo un comportamiento relativamente estable (gráfico III.14).

Por otra parte, la **proporción de variaciones positivas** superiores al 0,333% (i.e. 4,0% anual) se situó en 43,9% entre octubre y noviembre, por encima de 41,1% observado en el tercer trimestre y también superior al promedio histórico (30,2%) (gráfico III.17).

Con respecto al **Índice de Precios del Productor (IPP)**, registró una tasa interanual de 12,6% en octubre, por encima del 10,2% verificado en agosto. En este periodo, la agrupación de **productos nacionales** verificó un incremento interanual de 16,1%, por encima del 14,6% de agosto, mientras que, los productos importados registraron una variación interanual de 8,8% (5,5% en agosto) (gráfico III.18).

El **Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY)**, registró en octubre una variación interanual del 41,1%, inferior a la variación interanual promedio observada en julio-septiembre del 2021 (43,9%). En tanto que, la variación mensual de octubre fue del 2,8%, por encima del 1,1% observada entre julio y septiembre del año 2021, el cual se explica por incrementos en los precios internacionales del maíz, arroz, aceites, y trigo (gráfico III.19).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la **Encuesta de Variables Económicas (EVE)** del mes de diciembre, se ubican en 7,3% para el cierre del año 2021. Para el 2022, los agentes estiman una inflación de 4,5% mientras que para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los mismos esperan una tasa de inflación del 4% anual, coherente con el objetivo de inflación establecido por el BCP.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de septiembre, 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, China y Brasil. Las previsiones de crecimiento económico mundial para 2021 se ubican en 5,8% anual, disminuyendo 0,1 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a las perspectivas para 2022, estas se redujeron de 4,5% a 4,4%, en línea con la incertidumbre provocada por la nueva variante del coronavirus denominada Ómicron.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2021 se deterioraron desde el último IPoM, pasando de 5,8% a 5,6%, ante la prolongación de las disrupciones de cadenas de suministro y los rebrotes de contagios de COVID-19. Para el año 2022, también disminuyó la tasa prevista de variación anual del 4,0% al 3,9%.

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2021 aumentó 0,1 p.p., situándose en 5,1%, ante los resultados de los indicadores de actividad más favorables a lo anticipado. Para el próximo año, se proyecta un crecimiento del PIB del 4,2% anual, por debajo de lo previsto en el IPoM anterior (4,3%). En China, la estimación de crecimiento para el año corriente se redujo 0,2 p.p. a 8,0% anual, corrección que estaría explicada por las continuas limitaciones a la producción del sector manufacturero y un aumento temporal de la curva de contagios de COVID-19. Para 2022 se prevé una tasa anual de crecimiento del 5,2% para la economía china (5,5% en el IPoM previo).

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 septiembre presentaron ajustes mixtos. Para Brasil, se estima un crecimiento del PIB del 4,9% anual en 2021, disminuyendo 0,3 p.p., respecto al último informe, ante la desaceleración observada en el PIB del tercer trimestre.

Para Argentina se elevó la tasa de crecimiento esperada para 2021, pasando de un 7,2% a 8,0% anual, en línea con el mejor desempeño económico del sector servicios y el incremento en el consumo. Para 2022, se espera un menor crecimiento para Brasil, pasando de 1,9% a 0,8% y para Argentina el pronóstico se redujo de 2,3% a 2,2%.

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur mejoraron para 2021, situándose en 6,5% (6,2% en el informe anterior), mientras que, para 2022 se estima un crecimiento menor del PIB de los socios del Mercosur de 1,6% interanual (2,2% en el informe anterior).

Las estimaciones de crecimiento económico para los socios comerciales de Paraguay también se ubican por encima de las previstas en el IPoM anterior en 2021, pasando de 6,5% a 6,8%. Para 2022 la proyección se ajustó a la baja desde 2,8% anual a 2,5%.

En cuanto a la inflación en el escenario internacional, se verificaron aumentos durante el cuarto 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 media anual, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), de 4,6% para 2021, cifra superior a las proyecciones de octubre (4,4%). Para 2022, se prevé una tasa de inflación de 4,2% (3,4% en octubre). Por otro lado, la inflación núcleo medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 3,2% en 2021, al igual que en el IPoM anterior, y en 3,4% para 2022, por encima del 3,0% previsto en octubre. En la Eurozona, también se incrementaron las perspectivas de inflación. La inflación media anual prevista para 2021 pasó de 2,3% en octubre a 2,5% en diciembre. Para 2022, la proyección de diciembre de la inflación se ubicó en 2,6%, por encima de la tasa de 2,0% anual prevista en octubre.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2021 y 2022. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 50,7%, por encima del 49,5%, reportado en el IPoM anterior, mientras que el próximo año se sería de 49,3% (46,4% en octubre). Para Brasil, volvieron a aumentar las perspectivas de inflación para

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

	2021	2022(f)	2022(i)
Sector Primario	-4,1	1,6	0,2
Agricultura	-8,0	1,0	0,1
Ganadería	6,0	0,5	0,0
Forestal, Pesca y Minería	8,0	8,4	0,1
Sector Secundario	5,2	3,5	1,2
Manufactura	7,2	3,8	0,7
Construcción	13,5	4,5	0,3
Electricidad y Agua	-8,4	1,5	0,1
Sector Terciario	7,1	4,3	2,1
Gobierno General	-2,5	2,6	0,2
Comercio	14,0	3,0	0,3
Otros Servicios ⁵	8,0	5,3	1,6
Impuestos	5,5	4,0	0,3
PIB a precios de mercado	5,0	3,7	3,7
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	4,1	

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección, (i) Incidencia

Tabla IV.3
Crecimiento económico y cuenta corriente
Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
PIB	5,0	3,7
Demanda Interna	9,2	5,1
Formación bruta de capital	24,7	8,3
Formación bruta de capital fijo	18,3	4,6
Consumo total	5,1	4,1
Consumo privado	5,6	4,5
Consumo público	2,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,6	-2,1
Importaciones de bienes y servicios	17,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	0,6	-1,0
FBKF (% del PIB nominal)	21,8	21,6

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

2021 pasando de una tasa de 8,7% a 9,9% anual y para 2022 se proyecta una inflación anual de 5,0% (4,5% en el informe previo).

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 0,3% en 2022, por encima de lo anticipado en octubre (0,2%). A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 1,6% para 2021, al igual que en el informe previo y de 1,9% para 2022 (2,0% en octubre).

En el escenario local, la proyección de crecimiento del PIB para el 2021 se revisó de 4,5% a 5,0% y, para el 2022 se prevé una tasa de 3,7%. El crecimiento del presente año se sustentaría en los resultados económicos esperados del comercio, con una tasa del 14%, y en el dinamismo que vienen exhibiendo los otros servicios y la manufactura, con aumentos proyectados en torno a 8% y 7,2%, respectivamente. Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión han sido los componentes más dinámicos del gasto, previéndose tasas de crecimiento de 5,6% y 18,3%, respectivamente. Para el 2022 se proyecta que la economía crezca en torno al 3,7%, explicado principalmente por la actividad manufacturera, la construcción y los otros servicios (oferta). Entretanto, por el lado del gasto, se pronostica una incidencia positiva de la demanda interna. La reducción de las restricciones sanitarias seguirá contribuyendo a la recuperación del consumo privado de bienes y servicios, para el cual se prevé una expansión de alrededor del 4,5%. Por su parte, la inversión crecería en torno al 4,6% y las importaciones en 2,2%, mientras que, las exportaciones registrarían una caída de 2,1% (tabla IV.2 y tabla IV.3).

La proyección de inflación para el 2021 se ajustó de 6,7% a 7,1%, mientras que, para el 2022 el pronóstico es de 4,5%. En el cuarto trimestre, los precios siguieron siendo afectados por choques de oferta, principalmente concentrados en los bienes de alimentación y de energía. Esta situación, prominente durante la primera mitad del cuarto trimestre, elevó la tasa de inflación interanual por

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 diciembre (*)	2,2	7,1	4,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	2,2	7,0	4,5	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

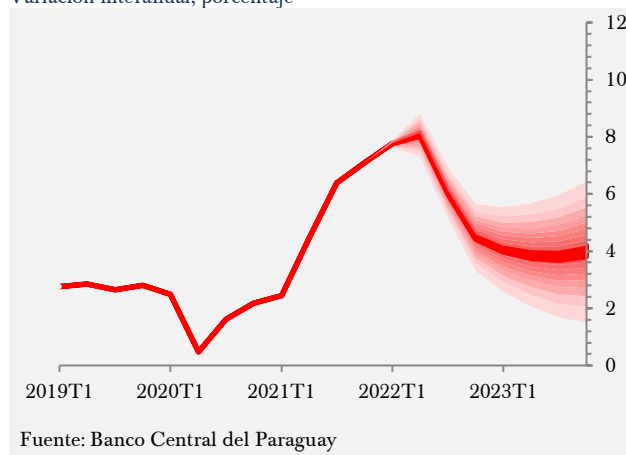
(f) Proyección

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

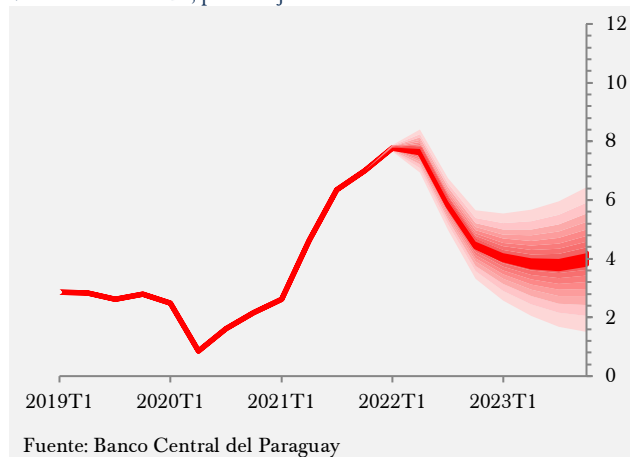
encima de lo proyectado inicialmente, aumentando el punto de partida para los pronósticos tanto de corto como de mediano plazo. Al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación permanecería en niveles elevados en el primer semestre del 2022, debido fundamentalmente a la menor base de comparación. A partir del tercer trimestre, se prevé una moderación de la inflación finalizando el 2022 con una tasa de 4,5% y, convergiendo a la meta en el horizonte de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2023 (tabla IV.4).

Escenarios de Riesgos

En el plano internacional, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2022 fueron revisadas a la baja, ante la incertidumbre ocasionada por la variante de SARS-CoV-2 denominada Ómicron. Si bien los estudios relacionados a esta variante son preliminares, preocupa su alta transmisibilidad y la posible menor efectividad de las vacunas ante la misma, mientras los tomadores de decisiones aguardan más información sobre la severidad de la enfermedad causada por la Ómicron. Así, como ya se está observando en algunos países de Europa a fines de 2021, nuevas medidas restrictivas para contener la crisis sanitaria podrían extenderse en 2022. Para mitigar este riesgo, es importante acelerar el proceso de vacunación, incluyendo las dosis adicionales para aquellas personas que ya han completado las dos dosis.

Para el 2022, se espera una leve reducción en los precios de *commodities* alimenticios y una mayor estabilidad, no obstante, permanecen diversos riesgos que podrían generar importantes cambios, como la evolución del fenómeno climático de La Niña, de los precios de los fertilizantes y la mayor utilización de productos alimenticios en la producción de biocombustibles. Con respecto a los precios de *commodities* energéticos, si bien se espera que los mismos permanezcan elevados ante la recuperación de la demanda y la reciente escasez energética en Europa, de darse mayores restricciones a la movilidad para contener la crisis sanitaria, éstos podrían reducirse significativamente. En contrapartida, podrían darse nuevas medidas o regulaciones a las empresas productoras de energía ante los compromisos asumidos

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



por los gobiernos respecto a la reducción de emisiones, en el marco de la COP26⁶, presionando los precios de los combustibles fósiles y energías no renovables. Así también, se prevé que se prolonguen las interrupciones en las cadenas de suministros, más aún si China continúa con su política de tolerancia cero a la COVID-19, la cual podría derivar en más cierres temporales de puertos secundarios y de operaciones de transporte acuático. De esta manera, permanecen los riesgos para la inflación mundial en 2022, aunque continúan los procesos de normalización de la política monetaria en economías avanzadas y emergentes tendientes a mitigar las presiones inflacionarias.

Los principales socios comerciales del país en la región continúan expuestos al deterioro de sus cuentas fiscales, mientras que aumentos recientes de contagios de COVID-19 señalan un riesgo de deterioro de la situación sanitaria. En Brasil, las perspectivas para 2022 se han debilitado recientemente debido a indicadores adelantados que sugieren un menor ritmo de la actividad económica, presiones inflacionarias elevadas y un aumento del riesgo país en línea con un posible deterioro de las cuentas fiscales. No obstante, el crecimiento futuro de la economía brasileña podría revisarse aún más a la baja si las interrupciones en las cadenas de producción se prolongan por más tiempo, afectando negativamente la confianza empresarial. Asimismo, la necesidad de una política monetaria más contractiva para controlar la inflación podría incidir en el dinamismo de la actividad. Por otra parte, además del riesgo de la situación fiscal, y la vulnerabilidad ante la disminución de reservas en Argentina, se destaca el nuevo aumento de casos recientes de COVID-19, lo cual ha exacerbado el riesgo de una nueva ola de contagios en dicho país.

En el plano local, los principales factores de riesgo guardan relación con la evolución del clima y la pandemia de COVID-19. Desde fines del mes de octubre, el número de nuevos infectados por COVID-19 se ha incrementado, aunque todavía se encuentra en niveles mínimos con relación a los picos observados a finales de mayo. Sin embargo, los riesgos siguen latentes, teniendo en cuenta la aparición de nuevas cepas del virus. Ante este escenario y, a la luz de la experiencia internacional, el continuo

⁶ Conferencia anual de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático que tuvo lugar en Glasgow, Escocia, del 31 de octubre al 12 de noviembre de 2021.



progreso de la vacunación sigue siendo un factor fundamental para mitigar el impacto sanitario y económico de un eventual rebrote de la enfermedad. Por otro lado, el clima ha evolucionado favorablemente hasta finales del mes noviembre, permitiendo un avance favorable de los cultivos, especialmente de la soja. Sin embargo, en diciembre, los suelos presentaron estados deficitarios de humedad, lo cual podría afectar de manera importante el rendimiento de la producción.

Recuadro I: Principales cambios en el escenario macroeconómico del 2021

Introducción

En el 2020, las medidas de contención social para frenar el avance del COVID-19 y, el escenario externo más complejo, afectaron fuertemente a la actividad económica y a la demanda interna, principalmente desde el segundo trimestre. Posteriormente, con la flexibilización de estas medidas sanitarias y, el respaldo de las políticas contracíclicas desplegadas por el Banco Central del Paraguay (BCP) y el Ministerio de Hacienda (MH), la economía doméstica recobró rápidamente el impulso, culminando el año con una tasa de variación del PIB de -0,8%, mucho menor a la esperada previamente (-3,5% en la revisión de julio de 2020).

En el 2021, la recuperación económica ha seguido su curso, aunque ha estado rodeada de un alto grado de incertidumbre, especialmente hasta mediados de año, cuando la pandemia recrudesció rápidamente, saturando el sistema nacional de salud. Esta situación cambió drásticamente a partir del mes de julio, con la aceleración del proceso de inmunización de la población. Además, el escenario externo más favorable contribuyó positivamente a la actividad económica.

Por otro lado, la inflación se ha acelerado en la segunda mitad del 2021, afectada en gran parte, por los altos precios de *commodities* y la mayor demanda externa de la carne vacuna.

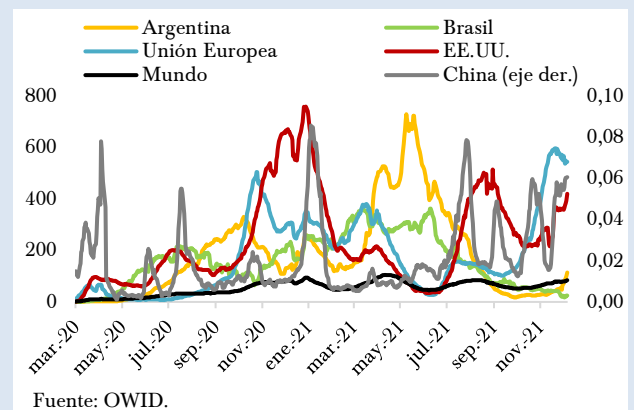
Este documento tiene como objetivo describir los principales cambios que se han dado en el escenario macroeconómico relevante (externo e interno) durante el 2021, específicamente, en términos de actividad económica, demanda, inflación y política monetaria.

Escenario externo relevante

En 2021, las perspectivas para la actividad económica global estuvieron sujetas, en gran medida, a la evolución de la pandemia de COVID-19 (gráfico I). En abril de 2021, las previsiones de crecimiento económico mundial habían mejorado respecto a lo proyectado a fines de 2020 (5,2%), situándose en 5,6% (tabla I), en un escenario donde se constató una mayor adaptación de los hogares y las empresas a la pandemia y se había verificado una

contención significativa de las curvas de contagios en diversas economías avanzadas, en especial en Estados Unidos y el Reino Unido, países que exhibían un avance importante en los procesos de vacunación de la población. Así también, esto favoreció la flexibilización de las medidas restrictivas impuestas y la reactivación de servicios, incluyendo el turismo.

Gráfico I
Nuevos Casos de COVID-19 por millón de habitantes
Promedio móvil 7 días

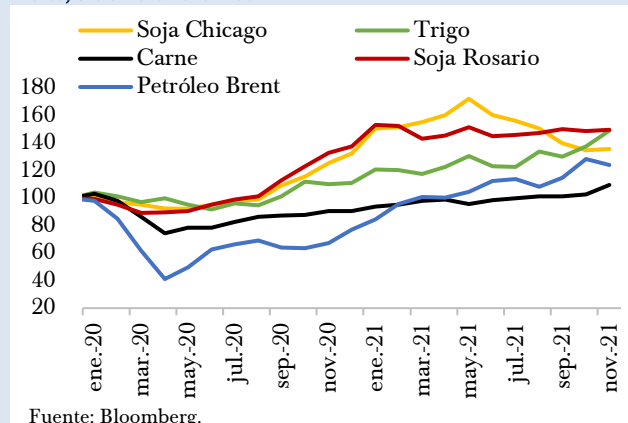


A julio de 2021, continuaron estos avances, especialmente en las economías avanzadas, permitiendo una mejora en las proyecciones de crecimiento económico mundial para 2021, que pasaron a 6,0%. Por su parte, algunos países de América Latina registraban picos en las curvas de contagios, ante un menor avance en las vacunaciones. Pese a ello, los elevados precios de materias primas (gráfico II) contribuyeron a mejorar las perspectivas económicas de la región. Los incrementos en las cotizaciones internacionales de *commodities* se dieron como consecuencia de descalces entre la oferta y demanda, donde el mayor dinamismo en la demanda no fue acompañado por aumentos proporcionales en la oferta. Entre los factores que limitaron la oferta cabe destacar las condiciones climáticas, la escasez de insumos y las disrupciones logísticas en el comercio internacional. En el gráfico III, se pueden observar las disrupciones generadas en los suministros de insumos en diferentes economías, que a su vez fueron impulsadas por cierres temporales de fábricas de insumos de cadenas globales y de puertos, una reducción transitoria en la oferta de transporte, la mayor demanda de contenedores para

envíos de insumos médicos y equipos de protección personal, con lo cual se dieron también sustanciales incrementos en los precios de los contenedores.

Gráfico II

Precios internacionales de *commodities*
Índice, diciembre 2019=100

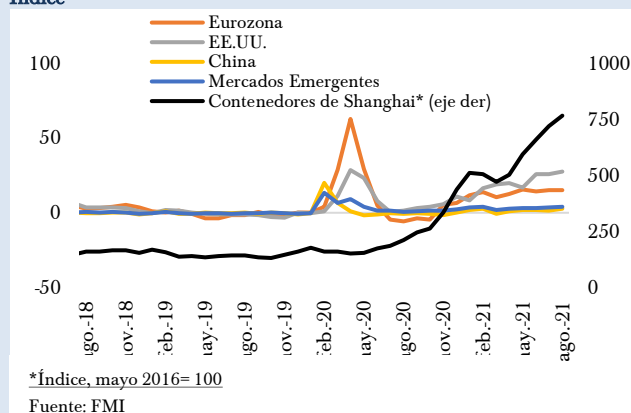


Fuente: Bloomberg.

A octubre de 2021, se observaron importantes rebrotes de contagios de COVID-19 ante la variante delta del SARS-CoV-2, lo cual sumado a las disrupciones más prolongadas en el comercio exterior, provocaron ajustes a la baja en las perspectivas de las principales economías como Estados Unidos y China, derivando, a su vez, en un leve ajuste a la baja en las perspectivas mundiales (5,9%). Esta situación se exacerbó a diciembre de 2021, al que también se sumó la aparición de una nueva variante del coronavirus denominada Ómicron, que trajo consigo una mayor incertidumbre, con lo cual las estimaciones de crecimiento mundial para 2021 continuaron reduciéndose, ubicándose en 5,8%.

Gráfico III

Disrupciones en las cadenas de suministro
Índice



*Índice, mayo 2016= 100

Fuente: FMI

Tabla I

Proyecciones del crecimiento del PIB 2021

	Dic. 2020	Abr. 2021	Jul. 2021	Oct. 2021	Dic. 2021
Mundo	5,2	5,6	6,0	5,9	5,8
Estados Unidos	3,9	5,7	6,6	5,8	5,5
Eurozona	4,6	4,2	4,5	5,0	5,1
China	8,2	8,5	8,5	8,2	8,0
Brasil	3,5	3,5	5,1	5,2	5,0
Argentina	4,5	6,0	6,0	7,2	7,9
Socios comerciales	3,8	5,0	5,7	6,5	6,8
Socios Mercosur	4,0	4,8	5,6	6,2	6,4

Fuente: Bloomberg, BCP

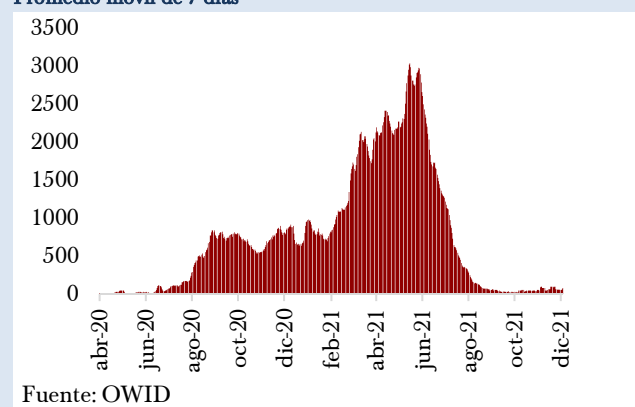
Por su parte, el PIB de socios comerciales de Paraguay verificó una continua revisión al alza desde diciembre de 2020, pasando de 3,8% a 6,8% para el 2021. Esta mejora se vio principalmente explicada por las revisiones al alza en el crecimiento de Argentina, Chile y Brasil.

Escenario económico local

A inicios de 2021, la pandemia de COVID-19 en Paraguay se mantenía relativamente controlada. Si bien hubo un repunte importante en el número de contagios a partir del mes de agosto del año 2020, el mismo se había estabilizado en torno a 750 casos diarios (104 casos por millón de habitantes) hasta comienzos del mes de febrero de 2021 (gráfico IV).

Gráfico IV

Nuevos casos de COVID-19
Promedio móvil de 7 días



Fuente: OWID

Además, las expectativas en términos de inmunización eran favorables, conforme a las negociaciones de compras de vacunas efectuadas hasta ese momento,

específicamente bajo el mecanismo COVAX (*Covid-19 Vaccines Global Access, por sus siglas en inglés*).

Con este panorama sanitario optimista y, teniendo en cuenta la recuperación de la actividad económica iniciada a partir del tercer trimestre del 2020, la proyección inicial de crecimiento del PIB (diciembre 2020) para 2021 fue 4,0%, que se sustentaba en la expansión prevista de los sectores terciario (5%) y secundario (5,2%) desde la óptica de la oferta y, desde la óptica del gasto, por la demanda interna (5%).

Tabla II
Revisiones del crecimiento del PIB 2021 (Oferta)
Porcentaje

Sectores	Dic. 20	Abr. 21	Jul. 21	Oct. 21	Dic. 21
Sector primario	-3,5	-2,0	-2,5	-3,2	-4,1
Agricultura	-6,0	-5,0	-7,0	-8,0	-8,0
Ganadería	5,0	8,5	12,0	11,5	6,0
Sector secundario	5,2	5,1	6,6	4,6	5,2
Manufactura	6,0	5,9	8,5	7,2	7,2
Construcción	5,0	5,5	14,0	13,5	13,5
Electric. y Agua	3,5	2,5	-6,0	-11,0	-8,4
Sector terciario	5,0	3,7	4,8	6,3	7,1
Gobierno General	3,8	1,5	-2,7	-2,5	-2,5
Comercio	9,5	8,0	9,5	10,0	14,0
Otros Servicios	3,7	3,0	5,7	8,0	8,0
PIB	4,0	3,5	4,5	4,5	5,0
PIB s/agro y bin.	5,1	4,5	6,6	7,1	7,5

Fuente: BCP

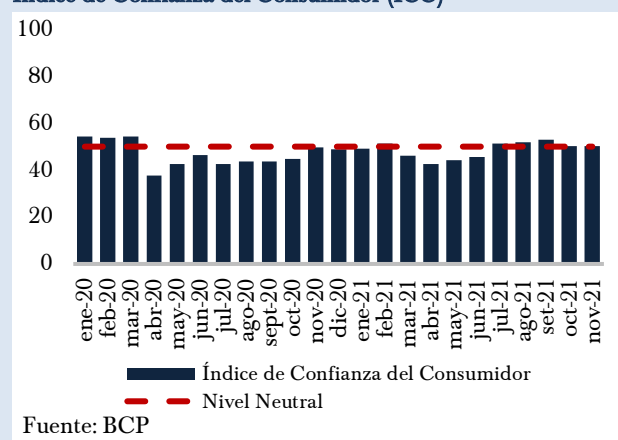
Tabla III
Revisiones del crecimiento del PIB 2021 (demanda)
Porcentaje

Tipo de Gastos	Dic. 20	Abr. 21	Jul. 21	Oct. 21	Dic. 21
Demanda Interna	5,0	3,7	5,9	8,2	9,2
Consumo Privado	5,0	3,4	3,9	4,9	5,6
Consumo Público	3,5	1,5	3,0	3,0	2,5
Inversión (FBKF)	6,9	6,6	14,8	17,2	18,3
Exportaciones	10,4	9,8	6,9	2,1	3,6
Importaciones	14,9	11,3	12,1	14,3	17,3
PIB total	4,0	3,5	4,5	4,5	5,0

Fuente: BCP

Inesperadamente, luego de varios meses de relativa calma, la situación sanitaria empeoró rápidamente a partir de mediados de febrero (gráfico IV), alcanzándose un pico de contagios a finales del mes de mayo, con más de 3.000 casos diarios de contagios (420 casos por millón), provocando el desborde del sistema de salud, lo que impulsó a las autoridades sanitarias a reimponer transitoriamente medidas restrictivas a la circulación y a actividades que implican contacto social. El complejo escenario sanitario, además, tuvo sus repercusiones políticas y sociales, generando un ambiente de alto grado de incertidumbre, que se evidenció en la menor confianza de los consumidores entre marzo y junio (gráfico V).

Gráfico V
Índice de Confianza del Consumidor (ICC)

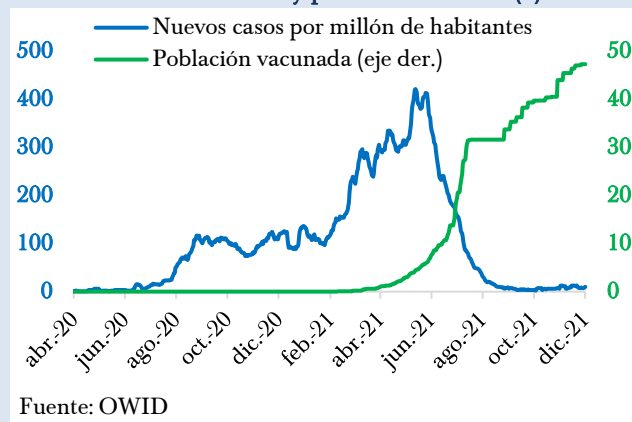


Así, el BCP corrigió el pronóstico de crecimiento de 4,0% a 3,5% en el mes de abril, explicado principalmente por el ajuste a la baja en la proyección del sector servicios (por el lado de la oferta) y de la demanda interna (por el lado del gasto).

El escenario económico cambió sustancialmente con la mejora en el ámbito sanitario y, las buenas perspectivas sustentadas en la llegada masiva de las vacunas, en gran parte donadas por los Estados Unidos. Como puede notarse en el gráfico VI, el porcentaje de inmunizados se aceleró a partir de mediados de julio, lo que permitió una mayor movilidad de las personas y una mayor apertura de los sectores económicos que estaban restringidos en su capacidad operativa a causa de la pandemia de COVID-19 (gráfico VII). Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores volvió a situarse en la zona de optimismo desde el mes de julio, luego de permanecer por cuatro meses en el terreno pesimista (gráfico V). En este nuevo

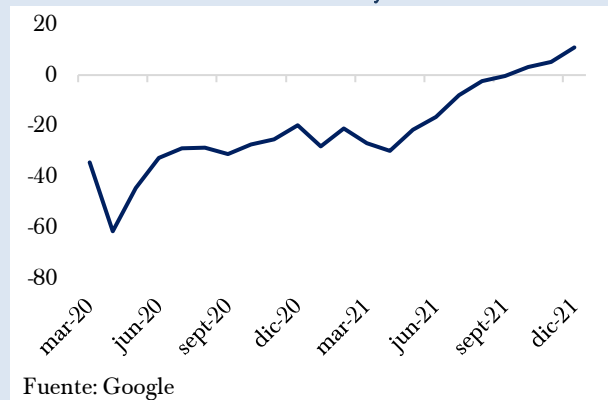
escenario, el pronóstico de crecimiento fue revisado al alza, desde el 3,5% de abril a 4,5% en el mes de julio. Se destacaron las revisiones al alza de los sectores de servicios, manufactura y construcción (lado de la oferta) y, de la inversión y el consumo privado (lado de la demanda).

Gráfico VI
Nuevos casos de COVID-19 y población vacunada (%)



Fuente: OWID

Gráfico VII
Tendencias de movilidad en tiendas y ocio



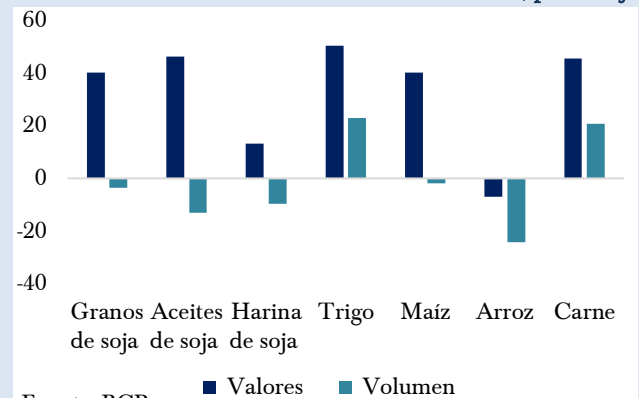
Fuente: Google

La proyección de crecimiento del 4,5% se mantuvo en la revisión de octubre, aunque hubo recomposiciones internas. Por el lado de la oferta, se ajustó nuevamente al alza la tasa prevista para el sector terciario, la que fue compensada por los recortes en los pronósticos del sector secundario y primario. Asimismo, por el lado del gasto, se elevó nuevamente la proyección de crecimiento de la demanda interna y se revisó a la baja la demanda externa neta.

En general, los datos observados han ido confirmando las proyecciones. Desde el enfoque sectorial, resalta el dinamismo de las construcciones, la ganadería y los

servicios, que al cierre del tercer trimestre acumularon tasas de crecimiento de 16,9%, 11% y 7,6%, respectivamente. Por otra parte, electricidad y agua, a pesar de la baja base de comparación, se contrajo nuevamente durante el 2021 (variación acumulada al tercer trimestre de -10,7%), debido a la persistencia del bajo nivel del río Paraná, que ha seguido afectando a la generación de electricidad de las entidades binacionales. Asimismo, la agricultura experimentó una retracción en el presente año, afectada por factores climáticos. Sin embargo, es importante puntualizar que, a pesar de la menor producción agrícola, los altos precios de *commodities* han favorecido significativamente al sector. Al mes de noviembre, las exportaciones de granos de soja acumularon un crecimiento de 40,3% en valores, mientras que, en volumen registraron una caída de 3,5%, lo cual refleja el importante efecto positivo de los altos precios de *commodities* sobre el sector agrícola en el 2021. En cuanto a la carne y el trigo, además del incremento en volumen, han observado también un aumento en sus precios de exportación.

Gráfico VIII
Exportación de los principales productos
Variación acumulada al mes de noviembre de 2021, porcentaje



Fuente: BCP

Por el lado del gasto, se destaca el fuerte impulso de las inversiones durante el 2021 (ver recuadro I del IPoM de septiembre 2021). Por su parte, el consumo privado, se ha recuperado de manera más moderada, debido fundamentalmente al repunte más gradual del consumo de servicios y de los bienes semidurables, componentes que han sido más afectados por la pandemia y las medidas de contención social.

Al tercer trimestre, la inversión (FBKF) acumuló un crecimiento de 22,2% y el consumo privado un 5,6%. A la

par del repunte de la demanda interna, las importaciones también se han recuperado (17,5%).

Teniendo en cuenta que la evolución de la economía ha sido favorable en los últimos meses, el BCP realizó otro ajuste al alza del pronóstico de crecimiento del PIB 2021, de 4,5% a 5,0% en la revisión de diciembre. Por el lado de la oferta, se revisó al alza la proyección del sector secundario (menor caída de electricidad y agua) y del sector terciario (mayor crecimiento de comercio); mientras que, por el lado del gasto, la revisión se explicó nuevamente por la demanda interna (consumo privado e inversión).

Inflación y política monetaria

En diciembre de 2020, la proyección de inflación para el 2021 fue 3,9% (2,2% de inflación registrada en el 2020), coherente con el escenario de recuperación económica prevista y, en un contexto de condiciones monetarias reales que se mantendrían relativamente laxas durante el año.

Tabla IV
Proyección de inflación 2021

Porcentaje

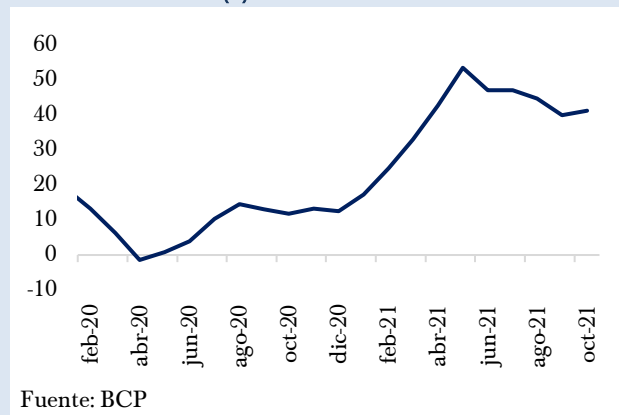
	IPoM Dic. 20	IPoM Mar. 21	IPoM Jun. 21	IPoM Sep. 21	IPoM Dic. 21
Inflación	3,9	3,8	4,0	6,7	7,1

Fuente: BCP

Hasta el mes de junio, la inflación interanual promedio fue 3,1%, que se hallaba en línea con las proyecciones para ese primer semestre. Sin embargo, a partir del mes de julio, la conjunción de una serie de factores, esencialmente externos, impulsaron a la inflación por encima de lo pronosticado. Los altos precios de *commodities* alimenticios y energéticos a nivel internacional se trasladaron a los precios locales de alimentos y combustibles (gráfico IX).

Gráfico IX

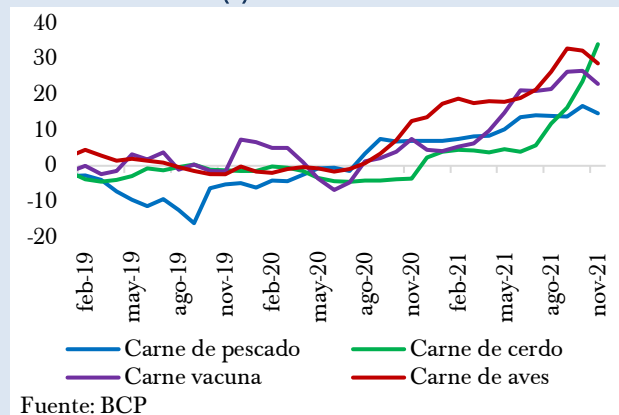
Índice de precios *commodities* relevantes para la inflación
Variación interanual (%)



Al mismo tiempo, el significativo aumento de las exportaciones de carne en el 2021, sumado a algunos factores de oferta (clima y precios de forrajes más elevados) impactaron en el precio de la carne vacuna. Estos mismos factores, más la mayor demanda, también incidieron en los precios de los productos sustitutos de la carne vacuna, como la carne de cerdo, de aves y de pescado (gráfico X).

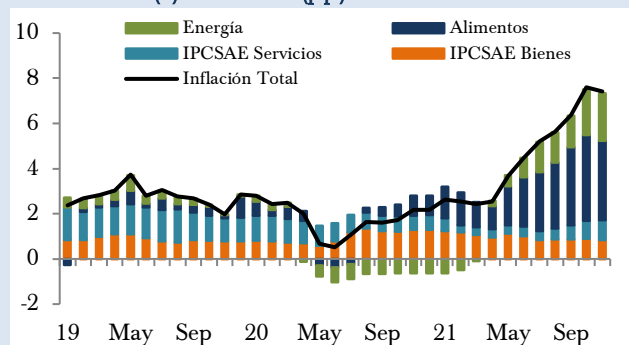
Gráfico X

Índices de precios de carnes
Variación interanual (%)



En el mes de noviembre, la inflación interanual fue 7,4%, en la cual, alimentos y energía incidieron en 5,6 p.p. (alrededor del 75% de la inflación total). En el mismo mes, la inflación del IPC sin alimentos y energía (IPCSAE) fue 2,7%, reflejando la alta concentración de la inflación en los dos rubros mencionados.

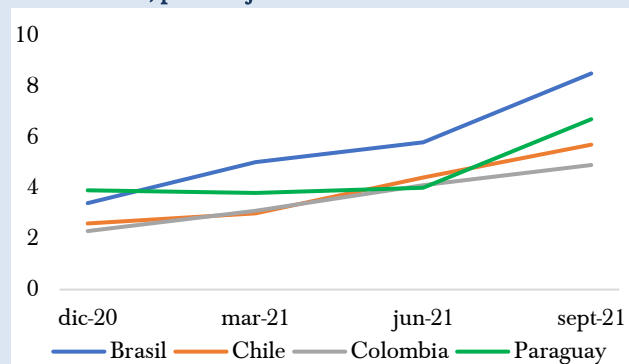
Gráfico XI
Inflación total
Tasa interanual (%) e incidencias (p.p.)



Fuente: BCP

Dado el carácter global de los choques, la revisión en las proyecciones de inflación ha sido bastante generalizada en el 2021. La Fed había pronosticado una inflación del PCE de 2,4% en la reunión de marzo, tasa que fue ajustada a 3,4% en junio, a 4,2% en septiembre y a 5,3% en la última reunión del año. Asimismo, en la región, la mayoría de los bancos centrales ajustaron sucesivamente al alza los pronósticos de inflación para el año, ante la persistencia de los choques externos y, en algunos casos, sumados a factores internos. En el caso de Paraguay, puede visualizarse que el quiebre importante en el pronóstico ocurre en el IPoM de septiembre. En dicho informe, la proyección de inflación para 2021 aumentó de 4,0% a 6,7%, tasa que aumentó ligeramente en el presente informe (7,1%).

Gráfico XII
Evolución de las proyecciones de inflación 2021
Tasas anuales, porcentajes



Fuente: BCP, Bancos Centrales

A la par de la aceleración de la inflación, las expectativas se ajustaron al alza. Para el año 2021, las expectativas se incrementaron de 3,2% en junio a 7,3% en diciembre. Para el 2022, las expectativas se mantuvieron alineadas al 4%

hasta el mes de septiembre, aumentando ligeramente a 4,3% en octubre y a 4,5% a partir de noviembre. Por su parte, al cierre de este informe, la mediana de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria permaneció en línea con la meta del 4%.

Tabla V
Expectativas de inflación
Tasas anuales, porcentaje

	Expectativas de inflación		Horizonte de Política Monetaria
	2021	2022	
Junio 2021	3,2	3,7	4,0
Julio 2021	3,5	4,0	4,0
Agosto 2021	4,1	4,0	4,0
Septiembre 2021	4,5	4,0	4,0
Octubre 2021	5,8	4,3	4,0
Noviembre 2021	7,0	4,5	4,0
Diciembre 2021	7,3	4,5	4,0

Fuente: BCP

Como se ha mencionado, una parte importante de la aceleración de la inflación se explica por factores externos, no obstante, el BCP ha considerado que en un contexto de recuperación de la actividad económica y de la demanda interna, pueden crearse las condiciones para que estos choques externos generen efectos de segunda vuelta sobre otros componentes de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC), como también influir negativamente en las expectativas de la inflación de mediano plazo, lo cual podría hacer que la inflación se vuelva más persistente. Así, para mitigar estos potenciales riesgos, el Comité de Política Monetaria (CPM) ajustó la tasa referencial en 25 puntos básicos (pb) en agosto, 50 pb en septiembre, 125 pb en octubre, 125 pb en noviembre y 125 pb en diciembre, completando una suba de 450 pb y ubicando la TPM en 5,25% al cierre del 2021. El aumento progresivo de la TPM forma parte del proceso de normalización de la política monetaria, consistente con la recuperación del crecimiento económico. Hacia adelante, la evolución de la tasa de política monetaria seguirá dependiendo de los pronósticos de inflación, las expectativas de inflación de los agentes económicos, el comportamiento de la actividad económica y la demanda.



El BCP seguirá monitoreando atentamente la evolución de las variables macroeconómicas internacionales y locales relevantes para la inflación, con el fin de tomar las decisiones más adecuadas y oportunas que garanticen el cumplimiento de la meta en el horizonte de política monetaria.

Recuadro II: Determinantes del tipo de cambio en Paraguay

Introducción

Los determinantes del tipo de cambio (y su concomitante predicción) han sido siempre un tema difícil de abordar. Desde la teoría de la paridad de poder adquisitivo, pasando por la paridad de interés descubierta, hasta teorías más recientes como el paradigma de la moneda dominante, los economistas han tratado de comprender el comportamiento del tipo de cambio.

Con el objetivo de ampliar el entendimiento de la dinámica del tipo de cambio en Paraguay, el presente recuadro aborda un análisis de sus posibles determinantes⁷. Para ello, se estima una regresión utilizando el enfoque de cointegración para el periodo comprendido entre enero de 2002 y junio de 2020.

Antecedentes

Paraguay ha sido descrito como una economía muy abierta. Una medida tradicional de apertura (cuánto un país comercializa con el resto del mundo) es el ratio de exportaciones más importaciones respecto al PIB. Para el periodo 2003-2020, las exportaciones e importaciones de Paraguay representaron alrededor del 75% del PIB, en promedio. Comparativamente, el grado de apertura de Chile fue 66%, mientras que en Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Uruguay esta medida se ubicó entre 25% y 55%.

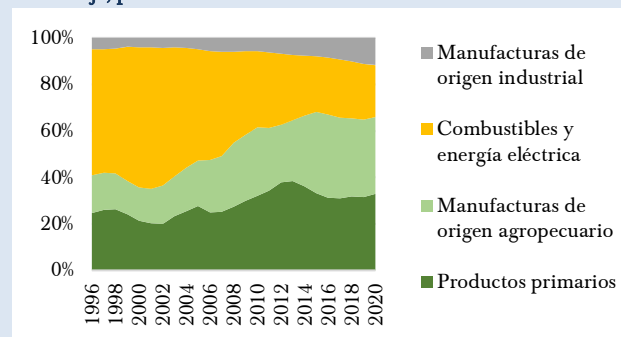
Además, como se menciona en Barrail (2018), las exportaciones de Paraguay se encuentran concentradas en un reducido número de productos agrícolas. Durante la década de 1994-2003, las exportaciones anuales de productos y manufacturas de origen primario representaron en promedio 39% de las exportaciones totales. Este porcentaje aumentó a 66% en la década 2011-2020. En ese mismo periodo, los productos relacionados con la soja (la suma de granos, aceites y harina) pasaron de un promedio de 21% a 37% (Gráfico I).

Estas características implican que la economía paraguaya puede estar altamente expuesta a las fluctuaciones de los

precios internacionales de sus principales commodities de exportación, a través de distintos canales (Barrail, 2018), siendo el tipo de cambio, uno de ellos.

Gráfico I

Composición de las exportaciones anuales
Porcentaje, promedio móvil de 3 años



Fuente: Banco Central del Paraguay

De hecho, continuamente se destaca el fuerte vínculo que existe entre el tipo de cambio en Paraguay y el precio de *commodities* agrícolas, en especial, el precio internacional de la soja, el cual parece haberse reforzado desde el 2003. La correlación entre el precio de la soja y el tipo de cambio guaraní versus el dólar se ubicó en torno al 62% en el periodo comprendido entre enero de 2003 y septiembre de 2021. No obstante, considerando hasta el periodo previo a la pandemia, enero 2003 a febrero 2020, la correlación aumentó a 81%. A pesar del comovimiento entre el precio de la soja y el tipo de cambio, existen periodos donde ambas series siguen trayectorias muy diferentes. Surge entonces la pregunta sobre cuáles serían otros factores que afectan el tipo de cambio.

Marco Analítico

Para responder el interrogante planteado, se ha partido de modelos similares a los presentados en otros estudios que abordan las dinámicas de corto y largo plazo del tipo de cambio, como por ejemplo Helliwell et al. (2004) y Wu (2013).

⁷ Un análisis más amplio y detallado de lo expuesto en el presente recuadro podrá accederse en un Boletín Macro a ser publicado próximamente.

$$\Delta ltcn_t = c + \phi(ltcn_{t-1} - \alpha.diff_ipc_{t-1} - \Pi.X_{t-1}) + \Gamma.\Delta Z_t + \epsilon$$

- $ltcn$: logaritmo del tipo de cambio nominal G/US\$
- $diff_ipc$: logaritmo del ratio de los Índices de precios al consumidor (IPC) de Paraguay y Estados Unidos (o diferencial entre los logaritmos de los índices de precios).
- X : conjunto de fundamentos de largo plazo
- ΔZ : conjunto de variables de corto plazo
- ϕ : coeficiente de ajuste; Π y α : coeficientes de las variables de largo plazo
- Γ : vector de coeficientes de las variables de corto plazo
- ϵ : término de error;
- Δ : primera diferencia de la variable.

Determinantes de largo plazo

En el largo plazo, el tipo de cambio bilateral debería ajustarse de acuerdo con el diferencial de la inflación de Paraguay y Estados Unidos, así como otros fundamentos subyacentes que afecten a la demanda agregada y la balanza comercial. En línea con lo comentado en el apartado anterior, los fundamentos subyacentes (X) en Paraguay consistirían en los precios internacionales de *commodities* relevantes de exportación, particularmente, en el precio de la soja.

Determinantes de corto plazo

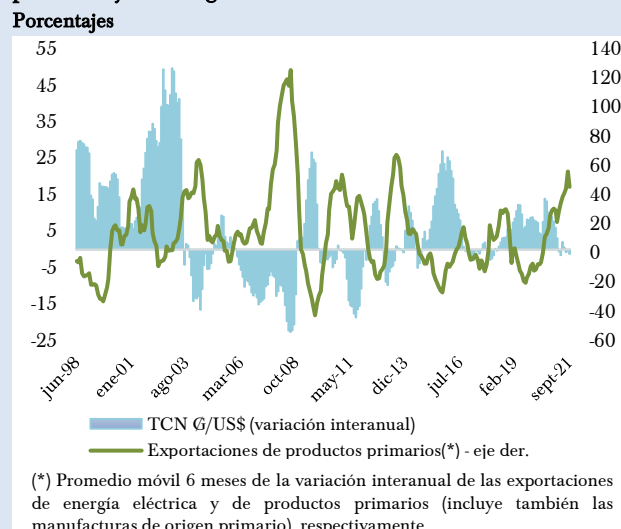
Paraguay, al igual que otras economías emergentes, ha registrado una fuerte entrada de capitales en el tiempo, especialmente desde 2006, coincidente con el periodo llamado “Boom de los *commodities*”. Las grandes inversiones extranjeras directas (IED) en los distintos sectores vinculados con los agronegocios se han constituido en un factor importante del ingreso de divisas al país promoviendo a la vez una progresiva industrialización de los *commodities* exportados.

No obstante, debido a la disponibilidad y frecuencia de los datos, ha sido preferible la inclusión de las exportaciones (en dólares) para la dinámica de corto plazo del modelo (ΔZ), con el fin de capturar los ingresos de divisas, en especial, aquellos provenientes de los envíos de *commodities* al exterior.

De acuerdo con el Gráfico III, se visualiza una correlación inversa entre la variación interanual de las exportaciones

de productos agrícolas y el tipo de cambio nominal. En otras palabras, episodios de fuerte expansión de las exportaciones de origen primario, estarían vinculados con un fortalecimiento del guaraní.

Gráfico III Tipo de cambio nominal y exportaciones de productos primarios y de energía eléctrica



Fuente: Banco Central del Paraguay

Por otro lado, se también se consideraron las reservas internacionales netas (RIN) con el fin de tener en cuenta la postura del BCP en el mercado cambiario, bajo un régimen flotante que busca atenuar las volatilidades y los efectos de fluctuaciones estacionales sin alterar los comportamientos que responden a los fundamentos del mercado.

Se añadió también el Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) de América Latina, dado que un mayor diferencial de tasas de interés respecto a activos libres de riesgo puede ser visto como un aumento relevante del riesgo país, implicando una salida de capital extranjero y, por tanto, una consecuente depreciación del guaraní.

Además, para capturar el riesgo financiero global, se incluyó el Índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VIX), conocido por ser una medida habitual del estrés financiero mundial.

Resultados

En un enfoque de cointegración, las variables incluidas deben ser no estacionarias, pero, al combinarlas, se genera una relación estable en el largo plazo. Al respecto, las pruebas de raíz unitaria de Dickey–Fuller Aumentado no pudieron rechazar la hipótesis nula de existencia de raíz unitaria para todas las variables consideradas.

Las variables que determinan la trayectoria de largo plazo en el tipo de cambio nominal no necesariamente deben explicar su dinámica. De hecho, pueden registrarse desvíos transitorios con respecto a la tendencia de largo plazo.

Para la comprobación de la existencia de relaciones de cointegración entre el tipo cambio nominal y el precio de la soja se realizó el test de cointegración de Johansen, utilizando un rezago y asumiendo un intercepto sin tendencia, obteniéndose un rechazo de la hipótesis nula de no cointegración al 5% tanto para el test de traza como el de valor propio.

Tabla I
Estimación de la dinámica de largo plazo

Method:	OLS	DOLS	ARDL	VEC
Dep. Var:	LTCN	LTCN	LTCN	LTCN
LSOJA	-0.4732 (0.0468)**	-0.5709 (0.0505)**	-0.7144 (0.0082)**	-0.6085 (0.0969)**
DIFF_IPC	0.3759 (0.1036)**	0.4530 (0.0912)**	0.4826 (0.0108)**	0.4519 (0.1709)**
C	11.3965 (0.2833)**	11.9953 (0.3066)**	12.8844 (0.1497)**	-12.1980
Observations:	222	222	222	222
R-squared:	0.63	0.74	0.51	

Nota: * y ** indican la significancia al 5% y 1%, respectivamente. Errores estándar entre paréntesis. Fuente: Cálculo de los autores.

Respecto a los métodos de estimación utilizados para conocer los determinantes de corto y largo plazo, se partió del enfoque de cointegración de Engel y Granger usando Mínimos Cuadrados Ordinarios (OLS, por sus siglas en

⁸ Se probaron diferentes especificaciones y variables que podrían explicar tanto los movimientos de corto como de largo plazo. No se reportan, entre los resultados, las variables que no resultaron significativas.

inglés) y cuyos resultados son reportados en las tablas I y II. Con el fin de conocer la robustez de la relación de largo plazo, se consideraron otras especificaciones. En particular, los resultados de largo plazo del método MCO dinámico (DOLS) se encontraron en línea con los observados usando MCO. Asimismo, se presentan las estimaciones del modelo autorregresivo de rezagos distribuidos (ARDL), así como el de vector de corrección de errores (VEC).

Los resultados indican que los movimientos de largo plazo del tipo de cambio nominal pueden ser explicados por el precio de la soja^{8,9}. Las diferentes metodologías muestran un rango aproximado de [-0.4 -0.7] para el coeficiente del precio de la soja lo que indica que ante un aumento de 10% en el precio (tomando como referencia la regresión OLS) el guaraní se fortalecería en 4,7% con respecto al dólar en el largo plazo. Además del precio de la soja, el diferencial de precios resultó significativo para explicar los movimientos en el largo plazo.

Los movimientos de corto plazo del tipo de cambio pueden ser explicados por los cambios en el riesgo país (EMBI), los cambios en las reservas internacionales y por los cambios en el valor de las exportaciones a través de las diferentes metodologías. Utilizando de manera referencial la regresión OLS, los resultados indican que ante un incremento de 10% en el EMBI, el tipo de cambio se debilitaría en 0,4%. Al mismo tiempo, un aumento de 10% en las exportaciones provocaría un fortalecimiento del tipo de cambio en 0,15% en el corto plazo.

Además de las mencionadas variables, se incluyeron *dummies* que captan valores extremos de las series que afectan al residuo y variables que captan la estacionalidad presente en los datos, las cuales resultaron significativas.

⁹ Todas las variables explicativas mencionadas se encuentran expresadas en logaritmo, con excepción del VIX.

Tabla II
Estimación de la dinámica de corto plazo

Method:	OLS	ARDL	VEC
Dep. Var:	D(LTCN)	D(LTCN)	D(LTCN)
DLTCN(-1)	0.2707 (0.0646)**	0.3265 (0.0702)**	0.4447 (-0.05883)**
DLSOJA		-0.0587 (0.0187)**	
DLSOJA(-1)	-0.0546 (0.0258)*		-0.0458 (-0.0243)*
D_DIFF_IPC	0.4084 (0.1667)*		
D_DIFF_IPC(-1)	-0.4862 (0.1127)**	-0.6997 (0.1305)**	-0.6023 (-0.1627)*
D(LEMBI_LA)	0.0434 (0.0152)**	0.0459 (0.0187)*	
DLRIN	-0.0944 (0.0383)*		
DLRIN(-4)		-0.0860 (0.0381)*	
DLEXPORT	-0.0149 (0.0058)*	-0.0279 (0.0113)*	
DLEXPORT(-1)	-0.0163 (0.0072)*		
D02	0.0938 (0.0071)**	0.1139 (0.0072)**	
D08		0.0709 (0.0059)**	
@SEAS(1)		0.0132 (0.0034)**	
RES(-1)	-0.0371 (0.0151)*		
CointEq1			-0.0604 (-0.0141)*
C			0.0029 (-0.0015)*
Observations:	221	222	222
R-squared:	0.48	0.51	0.31

Nota: * y ** indican la significancia al 5% y 1%, respectivamente. Errores estándar entre paréntesis. Fuente: Cálculo de los autores.

Referencias

Barrail Z. (2018). *Foreign shocks and aggregate price fluctuations in a small commodity exporter economy*. Banco Central del Paraguay.

Wu, Y. (2013). *What Explains Movements in the Peso/Dollar Exchange Rate?* Fondo Monetario Internacional.

Helliwell, J., Issa, R., Lafrance R. y Zhang Q. (2004). *NEMO: An equation for the Canadian dollar*.

Fondo Monetario Internacional. (2019). *Consulta del Artículo IV de 2019, Informe del país No. 19/111*.

Fondo Monetario Internacional. (2014). *Consulta del Artículo IV de 2014, Informe del país No. 15/37*.

Banco Central del Paraguay. (2016b). *Recuadro I del Informe de Política Monetaria, septiembre 2016*.

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
Diciembre 2021



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay