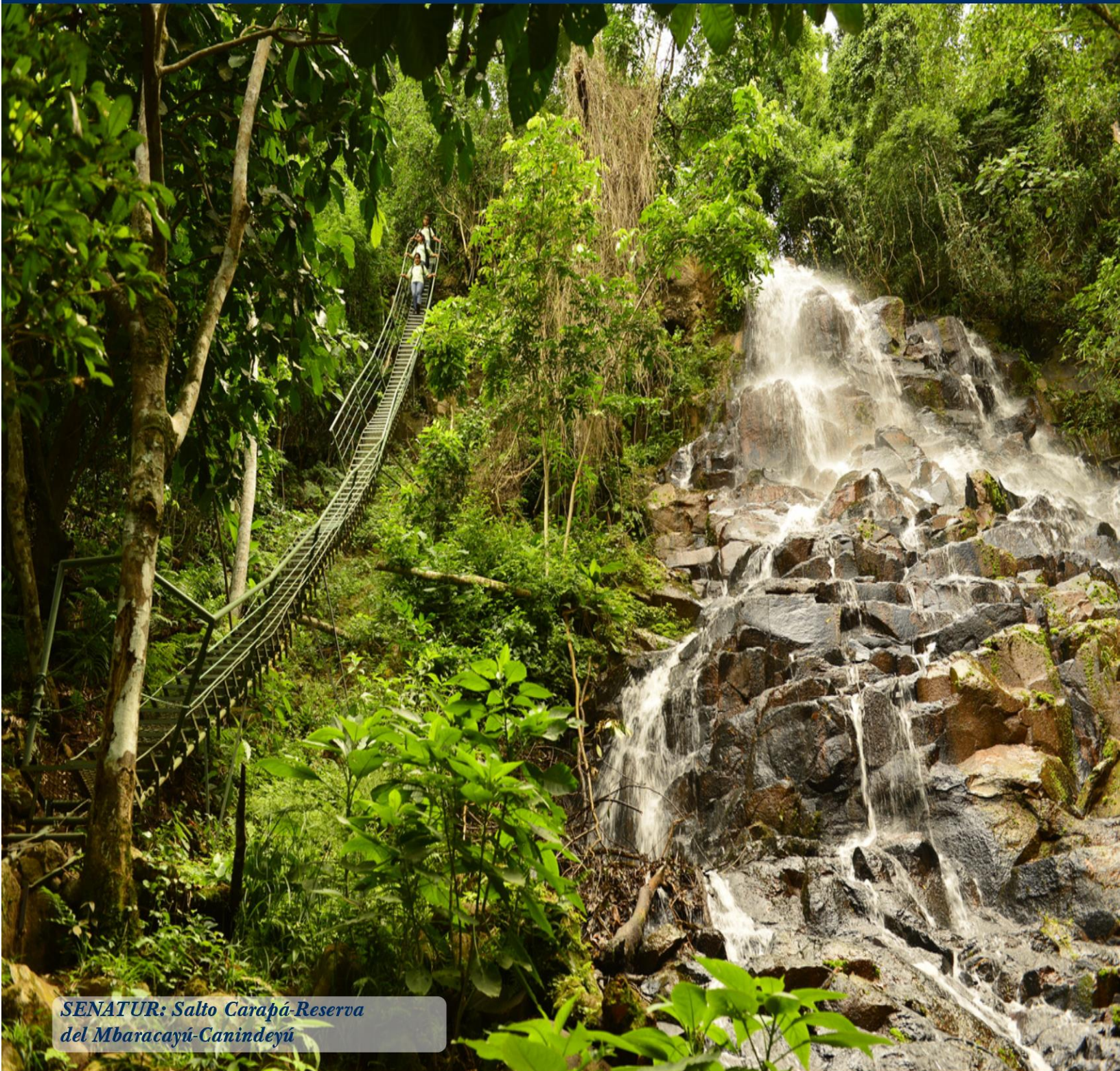




# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

*Septiembre, 2022*



*SENATUR: Salto Carapá-Reserva  
del Mbaracayú-Canindeyú*

**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

[www.bcp.gov.py](http://www.bcp.gov.py)

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

Estudios Económicos  
Departamento de Análisis Macroeconómico  
**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

## Contenido

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	11
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	27
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	38
Recuadro I	42
<i>Análisis de los efectos de segunda ronda de los choques de precios de commodities</i>	
Recuadro II	47
<i>Independencia del banco central y riesgo soberano en economías emergentes</i>	
Glosario	51

## 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 se han deteriorado con respecto a las presentadas en el IPoM de junio y, las presiones inflacionarias han comenzado a moderarse en algunos países, aunque permanece el escenario altamente incierto. Las elevadas tasas de inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras en la mayoría de las regiones del mundo, el conflicto entre Ucrania-Rusia y la política de cero COVID-19 en China, explican el deterioro en las perspectivas. Desde el informe anterior, los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos se han reducido debido a los temores de una recesión global. La inflación en Estados Unidos si bien se ha moderado, permanece elevada, en tanto que en la Eurozona ha seguido acelerándose, contexto en el cual los bancos centrales han seguido con el ciclo de alzas de sus tasas referenciales. En la región, las perspectivas económicas para los socios comerciales han mejorado para el 2022, pero se han corregido a la baja para el 2023. Por su parte, la inflación ha seguido en niveles elevados y, las autoridades monetarias también han continuado incrementando las tasas de interés de referencia.

**En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha continuado con el endurecimiento de las condiciones monetarias, explicado por los niveles elevados de inflación.** Desde el informe anterior, la inflación disminuyó, ubicándose en 8,2% interanual en septiembre, todavía bastante por encima de la meta del 2%. Así, la Fed ha continuado incrementando el rango referencial de tasas de fondos federales ubicándolo en 3,00% - 3,25% en septiembre (2,25% - 2,50% en julio). En cuanto a la actividad económica, en el segundo trimestre de 2022, el PIB registró una tasa trimestral anualizada de -0,6% (-1,6% en el primer trimestre), principalmente debido a disminuciones en la inversión privada en inventario, en la inversión fija residencial, en el gasto del gobierno federal y de los gobiernos estatales, que, en parte, fueron compensadas por aumentos en las exportaciones y el gasto del consumidor. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector redujo su ritmo de expansión en septiembre respecto al registrado en junio, al tiempo que el PMI servicios se ha ubicado en zona de contracción desde julio. En este escenario, las perspectivas de crecimiento fueron revisadas a la baja, de 2,5% a 1,6% para 2022.

**En la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) ha seguido con el ciclo de aumentos de tasas de interés iniciado en julio, luego de que las proyecciones de inflación hayan sido revisadas significativamente al alza.** Las tasas de inflación continuaron acelerándose en el tercer trimestre, ubicándose en 9,9% interanual en septiembre (8,6% en junio). En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su ajuste en los tres tipos de interés oficiales en su reunión de septiembre y octubre. Con relación a la actividad económica, en el segundo trimestre de 2022, se verificó un incremento del 0,8% en el PIB respecto al trimestre anterior, impulsado principalmente por contribuciones positivas del gasto para consumo final de los hogares, del gasto final del gobierno y por la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantuvo en zona de contracción durante el tercer trimestre, situándose en un nivel de 48,4 en septiembre (52,1 en junio). Asimismo, el PMI servicios se situó en zona contractiva desde agosto, registrando un nivel de 48,8 en septiembre (53 en junio). En cuanto a las perspectivas de crecimiento del 2022, las mismas han mejorado para el 2022 (3,0%), debido a un desempeño en el primer semestre por encima del inicialmente previsto. No obstante, se prevé una importante desaceleración para el 2023, en línea con la elevada incertidumbre respecto a la guerra en Ucrania y las condiciones financieras más restrictivas.

**En China, las perspectivas económicas se revisaron a la baja para el 2022.** La estimación de crecimiento para la economía china se redujo para el año corriente en 0,8 p.p., ubicándose en 3,3% anual, la cual se encuentra explicada por restricciones estrictas que se implementaron para frenar brotes de contagios de COVID-19, así como por un empeoramiento de la crisis de su mercado inmobiliario. No obstante, el PIB del tercer trimestre creció 3,9% interanual, superando las expectativas del mercado, impulsado, en parte, por las medidas de estímulo implementadas por el gobierno.

**En Brasil, las distintas medidas de inflación han disminuido, en tanto que, los pronósticos de crecimiento para 2022 mostraron una mejora importante.** En el segundo trimestre, se verificó un desempeño de la actividad económica por encima de lo anticipado y, se espera también, un mejor resultado para el tercer trimestre, en línea con la evolución de los indicadores de actividad y el efecto de los estímulos fiscales recientemente aprobados. De esta manera, la proyección de crecimiento para la economía brasileña se revisó al alza, de 1,2% a 2,5% para 2022. Por otra parte, la inflación se ha desacelerado significativamente, debido, en gran parte, a la reducción de los precios en el rubro transporte, registrando una tasa de 7,2% interanual en septiembre (11,9% en junio). El Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil decidió subir la tasa SELIC en 50 pb en su reunión de agosto, ubicándola en 13,75% anual. En su reunión de septiembre, el Copom mantuvo sin cambios su tasa referencial. Para el 2023, se prevé un menor crecimiento, afectado en parte, por el entorno internacional más complejo.

**En Argentina, las perspectivas también han mejorado para el 2022 y se han deteriorado para el próximo año, mientras que, las presiones inflacionarias se han vuelto cada vez más relevantes.** En el segundo trimestre, el PIB creció por encima de lo esperado, explicado por los sectores no agropecuarios, especialmente, los servicios. Así, se ajustó al alza la tasa de crecimiento prevista para el 2022, pasando de 2,8% a 3,5%. Para el 2023, en un panorama interno y externo más desafiante, el pronóstico se revisó a la baja en 0,8 p.p., situándose en 0,9% anual. Con relación al nivel de precios, se observó una aceleración de la inflación, como resultado de una mayor incertidumbre cambiaria y expectativas de inflación más elevadas, ubicándose, de esta manera, en 83,0% interanual en septiembre (64,0% en junio). El Banco Central de la República Argentina (BCRA) elevó la tasa mínima de las LELIQ desde el último IPoM en 2.300 pb. hasta situarla en 75,0%.

### *Coyuntura doméstica y política monetaria*

**En el segundo trimestre, la actividad económica siguió siendo afectada por el desempeño de la agricultura, no obstante, se prevén mejores resultados a partir del tercer trimestre del 2022.** El PIB registró una contracción de 3,4% en términos interanuales, explicada por las incidencias negativas de la agricultura (-2,9 p.p.), manufacturas (-0,7 p.p.) y la construcción (-0,5 p.p.). Por su parte, electricidad y agua (0,5 p.p.), ganadería (0,1 p.p.), y los servicios (0,1 p.p.) tuvieron una contribución positiva. Por el lado del gasto, la caída interanual del PIB se debió a las exportaciones netas (-7,4 p.p.) y al consumo de gobierno (-0,9 p.p.), mientras que, la formación bruta de capital (4,6 p.p.) y el consumo privado (0,3 p.p.) registraron una incidencia positiva. Conforme a los indicadores de corto plazo de la actividad económica, el PIB del tercer trimestre cerraría con una tasa interanual positiva, impulsada por el efecto rebote de la agricultura (inicio nueva campaña 2022/2023 en el segundo semestre del año) y el repunte en la producción de energía eléctrica de las binacionales.

**Desde el último IPoM, la inflación ha seguido desacelerándose, principalmente debido a las menores presiones de los precios externos de *commodities* y a la moderación de la actividad económica (brecha negativa del producto doméstico).** Entre enero y abril, la tasa mensual promedio de la inflación total fue 1,3%, mientras que, entre mayo y septiembre, el promedio se redujo a 0,3%. Asimismo, la tasa interanual de inflación disminuyó de 11,8% en abril a 9,3% en septiembre. En el mismo sentido, las medidas de inflación subyacente han revertido su trayectoria al alza, a excepción de la inflación del IPCSAE que se ha acelerado levemente, debido fundamentalmente a los efectos de segunda ronda de los choques de precios de *commodities*, especialmente sobre los precios de los servicios. La moderación reciente de la inflación está explicada por el menor ritmo de variación de los precios de los alimentos y de la energía.

**El Comité de Política Monetaria (CPM) decidió aumentar la TPM en sus reuniones de agosto y septiembre y la mantuvo en 8,50% en su reunión de octubre.** El Comité ha destacado la moderación de los precios de los *commodities* en los últimos meses, por sus potenciales implicancias favorables en la evolución de los precios locales. Por otro lado, la persistencia de la inflación elevada en las economías avanzadas ha seguido motivando los ajustes al alza en sus tasas de política monetaria, lo cual ha incidido en el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y en el aumento de los rendimientos de los bonos soberanos. En la región, la inflación ha continuado en niveles altos, aunque en algunos países ha comenzado a

observarse cierta moderación en el margen. En este escenario, algunos bancos centrales han desacelerado el ritmo de subas de las tasas de política monetaria. Con respecto al ámbito local, el CPM resaltó la desaceleración de la inflación en los últimos meses. Sin embargo, las expectativas de inflación de mediano plazo seguían ligeramente por encima de la meta, al tiempo que se seguían verificando algunos efectos de segunda vuelta de los choques de precios de *commodities*. En ese contexto, el Comité aumentó la TPM en 25 p.b. en la reunión de agosto y 25 p.b. en la de septiembre, ubicando la tasa referencial en 8,50% anual. En la reunión de octubre, el Comité decidió mantener la tasa referencial, considerando que, dada la posición contractiva de la política monetaria y la desaceleración más acentuada de la inflación, las expectativas de los agentes económicos podrían ajustarse gradualmente al 4% en los próximos meses.

### Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB de 2022 se mantuvo en 0,2%, aunque, al igual que en el IPoM anterior, hubo una recomposición sectorial y por componentes del gasto. En el sector primario, se mantienen las tasas de crecimiento negativas de agricultura (-13%) y ganadería (-2,5%) previstas en el informe anterior. En el sector secundario, se ajustó al alza el pronóstico de manufactura, mientras electricidad y agua se mantiene sin variaciones, en tanto que el sector de la construcción continuó corrigiéndose a la baja. Por otra parte, se prevé un mayor ritmo de expansión en el sector terciario explicado por ajustes al alza en gobierno general y comercio, mientras que, se prevé una mayor desaceleración en otros servicios. Por el lado de la demanda, el consumo de hogares cerrará el año con un crecimiento en torno al 2%, inferior a la tasa prevista en el IPoM previo (2,6%), en respuesta a un menor consumo de bienes no durables y de los servicios. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se corrigió a la baja, explicada por una caída en la construcción, pero atenuada por el componente de maquinaria y equipo. El consumo público se mantendría en zona de contracción, en línea con el plan de convergencia fiscal. Entretanto, en lo externo, las perspectivas siguen mejorando, con revisiones al alza tanto en las exportaciones como en las importaciones.

#### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
<b>Sector Primario</b>	-11,6	-9,2	-0,9
Agricultura	-18,1	-13,0	-0,9
Ganadería	6,0	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	6,7	1,3	0,0
<b>Sector Secundario</b>	4,7	0,7	0,2
Manufactura	6,7	1,0	0,2
Construcción	12,8	-2,0	-0,1
Electricidad y Agua	-8,6	2,8	0,2
<b>Sector Terciario</b>	6,9	1,7	0,9
Gobierno General	-2,9	0,5	0,0
Comercio	15,3	2,8	0,3
Otros Servicios*	7,3	1,7	0,5
Impuestos	9,0	0,7	0,1
<b>PIB a precios de mercado</b>	4,1	0,2	0,2
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	1,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
<b>PIB</b>	4,1	0,2
<b>Demanda Interna</b>	10,0	2,7
<b>Formación bruta de capital</b>	26,3	8,8
Formación bruta de capital fijo	18,6	1,1
<b>Consumo total</b>	5,6	0,7
Consumo privado	5,7	2,0
Consumo público	5,3	-5,5
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	2,2	-5,7
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	21,4	2,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-6,2
FBKF (% del PIB nominal)	22,7	24,5

(f) Proyección

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

La proyección de inflación para el 2022 se ajustó de 8,8% a 8,6%, mientras que, el pronóstico se mantuvo en 4,1% para el 2023. Conforme a lo previsto, las menores presiones de los precios externos observadas en el tercer trimestre, el moderado dinamismo de la actividad económica local -brecha de producto negativa- y la transmisión de los ajustes de la tasa de política monetaria contribuyeron a contener la aceleración de la inflación doméstica en el último periodo. La moderación reciente de la inflación fue mayor a la prevista, reduciendo el punto de partida para las proyecciones de mediano plazo. De esta manera, la proyección de inflación para el 2022 se redujo de 8,8% a 8,6%. A su vez, se espera que la inflación ingrese al rango meta antes de lo previsto para converger gradualmente a niveles cercanos al 4% hacia finales del 2023.

**Proyección de la inflación**  
Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2023(f)	2024(f)
Inflación IPC diciembre (*)	6,8	8,6	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	6,9	8,4	4,1	
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 tercer trimestre de 2024.

### *Escenarios de riesgos*

En el entorno internacional, continúa la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, con un claro sesgo hacia un resultado más pesimista. Presiones inflacionarias más persistentes, mayor deterioro en las condiciones financieras globales y un nuevo escalamiento en la guerra Ucrania-Rusia son los principales factores de riesgo para las proyecciones de crecimiento mundial. Se espera que, junto con la revisión a la baja en las perspectivas económicas globales y condiciones financieras más estrictas, la inflación comience a moderarse, no obstante, varios factores podrían generar nuevas presiones en los precios. En particular, los costos de la energía seguirán siendo sensibles a las decisiones de los principales países productores de petróleo y, en especial, a los acontecimientos relacionados con el conflicto en Ucrania. Nuevas presiones inflacionarias podrían implicar una política monetaria aún más contractiva, lo cual generaría efectos negativos sobre una economía global ya debilitada. En este contexto, una respuesta adecuada de la política monetaria y fiscal se torna más difícil, haciendo que los riesgos de una mayor persistencia de la inflación, pérdida de credibilidad del banco central y desanclaje de las expectativas se vuelvan relevantes, especialmente en mercados emergentes. Así también, estas economías se encuentran más expuestas a depreciaciones cambiarias y salidas de capital ante un fortalecimiento del dólar resultante de una mayor aversión al riesgo. Adicionalmente, mayores ajustes a los esperados en las tasas referenciales de economías avanzadas aumentarían los costos de financiamiento a nivel mundial, pudiendo generar consecuencias económicas negativas en aquellos países con elevado endeudamiento y limitado espacio fiscal. Por último, si bien las perspectivas en China se han debilitado en línea con la contracción registrada en su sector inmobiliario y las estrictas medidas de confinamiento para frenar los contagios por COVID-19, existe la posibilidad de un escenario más deprimido caracterizado por nuevos brotes de contagios y un mercado inmobiliario con efectos más negativos en el sistema financiero.

En cuanto a los principales socios comerciales del país, si bien las perspectivas económicas se revisaron al alza para 2022, los riesgos derivados del panorama fiscal se han acentuado. En Brasil, persiste la incertidumbre sobre el futuro del marco fiscal del país, acrecentada luego de las medidas implementadas por el gobierno para frenar el precio de los combustibles y mitigar el impacto de la elevada inflación sobre las familias más vulnerables. Además, el riesgo soberano podría verse afectado si las tensiones políticas aumentan en el marco de las elecciones presidenciales. En Argentina, persiste la incertidumbre respecto del cumplimiento de las metas acordadas con el Fondo Monetario Internacional. El escenario internacional más complejo podría significar mayores primas de riesgo y presiones cambiarias para la economía argentina.

**En el plano local, los riesgos para la actividad económica se derivan principalmente de la evolución del clima.** En los últimos meses, el clima ha mejorado de manera importante beneficiando a los cultivos de soja (zafriña), maíz y trigo. Además, hasta el momento, se ha observado una buena evolución de la siembra de la soja (zafra 2022/2023) en las distintas regiones productivas del país. Sin embargo, persisten las probabilidades de que se registre nuevamente una sequía (“la niña”) en los próximos meses, que, en caso de materializarse, tendría sus implicancias sobre la actividad económica, la demanda interna, las exportaciones y el tipo de cambio.

## Decisiones de Política Monetaria

### Reunión de agosto

En su reunión de agosto, el CPM destacaba que, en el plano internacional las perspectivas de crecimiento mundial se habían deteriorado. En lo referente a los *commodities*, los precios del trigo y el petróleo se habían moderado con relación a los niveles observados hasta la reunión del mes de julio. Además, se preveían nuevos ajustes de las tasas de referencia de las economías avanzadas, considerando la persistencia de los elevados niveles de inflación. En este escenario, el dólar seguía fortaleciéndose en el mercado internacional, impulsado además por los mayores temores de una recesión global.

En el ámbito regional, se seguían observando tasas interanuales positivas en los indicadores de corto plazo. Respecto a la inflación, se había observado un comportamiento mixto entre países, aunque en general, las tasas seguían siendo altas. En ese contexto, los bancos centrales habían continuado con el ciclo de ajustes al alza de sus tasas de política monetaria.

En el plano local, el indicador de actividad económica se había contraído en términos interanuales en junio (-3,1%), debido a la importante caída de la producción agrícola y, en menor medida, al desempeño de la construcción, la ganadería, los servicios y una parte de la actividad manufacturera. En el mercado laboral, la población ocupada había registrado un aumento de 1,4% interanual en el segundo trimestre. Por su parte, el indicador de ventas también había presentado una disminución interanual (-5,8%) por las menores ventas de supermercados, materiales de construcción, combustibles y servicios de telefonía móvil. No obstante, se destacaba el incremento en las ventas de prendas de vestir, equipamientos del hogar, vehículos y productos químico-farmacéuticos.

Respecto del nivel de precios, la inflación de julio (0,7%) se había explicado por combustibles, servicios y otros bienes (distintos de alimentos). El Comité destacaba que los menores precios internacionales del petróleo habían contribuido a un descenso de los precios locales de los combustibles en las primeras semanas de agosto, lo cual podría ayudar a contener las presiones sobre los precios

locales del respectivo mes. Por otro lado, las expectativas para el corto plazo se habían reducido, en tanto que, para el mediano plazo se mantuvieron en 4,5%, ligeramente por encima del centro del rango meta.

En este contexto, el CPM había decidido por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, ubicándola en 8,25% anual.

### Reunión de septiembre

En la reunión del mes de septiembre, el CPM resaltaba que, en el escenario internacional se habían deteriorado las perspectivas de crecimiento para el 2023, sin embargo, se habían mantenido para el 2022. En cuanto a los *commodities*, los precios internacionales del petróleo y de la soja habían disminuido, en cambio, la cotización del trigo y el maíz habían aumentado. Con respecto a la inflación, las tasas interanuales de las economías avanzadas habían continuado en niveles elevados y, ante ese escenario, los bancos centrales realizaron ajustes significativos en sus tasas de política monetaria. Por otro lado, se destacó el fortalecimiento del dólar y el incremento en los rendimientos de bonos soberanos.

En el plano regional, los indicadores de corto plazo habían mostrado tasas interanuales positivas. Con relación al nivel de precios, se había seguido observando un comportamiento mixto y, los bancos centrales habían continuado con el ciclo de ajustes de sus tasas de política monetaria.

En el ámbito local, el indicador de la actividad se había contraído en términos interanuales en julio (-1,9%), debido a la caída de la agricultura, la construcción y la ganadería. En contrapartida, el sector de electricidad y agua había mejorado significativamente, y, en menor medida, la industria manufacturera y los servicios. El indicador de ventas también había registrado una disminución interanual en julio (-1,4%) por la caída en las ventas de combustibles, materiales de construcción, equipamiento del hogar y vehículos. No obstante, se resaltó el incremento en las ventas de prendas de vestir y productos químico-farmacéuticos.

En lo concerniente a los precios, la tasa de inflación de agosto se había situado en 0,4% mensual y 10,5%, cifras menores al mes anterior (0,7% y 11,1%, respectivamente), explicada principalmente por la reducción de los precios de los combustibles. No obstante, el Comité había destacado que se seguían observando algunos efectos de segunda ronda de los precios de commodities sobre los precios de los servicios. Por otro lado, las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria se habían ubicado nuevamente en 4,5%, aún por encima de la meta del 4%.

En este contexto, el CPM había decidido por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, ubicándola en 8,50% anual.

### Reunión de octubre

En su reunión del mes de octubre, el CPM señalaba que, en el contexto internacional se mantuvieron las perspectivas de crecimiento económico mundial para este año, en cambio para el 2023 se redujeron nuevamente. En lo concerniente a los *commodities*, los precios de la soja, el trigo y el maíz se habían moderado en las últimas semanas, y se destacó la corrección a la baja de los precios de futuros del petróleo para 2022 y 2023. En los mercados financieros, se había vuelto a verificar un incremento en el rendimiento de los bonos soberanos de economías avanzadas.

En el plano regional, se habían registrado tasas interanuales positivas en los indicadores de actividad de corto plazo. Ante esta situación, las previsiones de crecimiento económico fueron ajustadas al alza para 2022, sin embargo, se revisaron a la baja para 2023. Respecto a la inflación, se verificaron comportamientos mixtos, con algunas economías que registraron tasas interanuales menores, mientras que, otras observaron tasas más elevadas. En este contexto, algunos bancos centrales han desacelerado el ritmo de subas de las tasas de política monetaria.

En el escenario doméstico, el indicador de actividad económica había crecido 5,3% interanual en agosto, explicado por los buenos resultados en agricultura, ganadería, electricidad y agua, manufactura y servicios,

mientras que, construcción registró nuevamente una caída. Asimismo, el indicador de ventas también había registrado un crecimiento interanual (5,8%), debido al aumento de las ventas de prendas de vestir, vehículos y de productos químico-farmacéuticos, mientras que, los rubros de combustibles, supermercados y equipamientos del hogar habían tenido resultados interanuales negativos.

En lo referente al nivel de precios local, se había registrado una inflación mensual de -0,1% en septiembre (9,3% interanual), explicada principalmente por la reducción de la tarifa del servicio de energía eléctrica y de los precios de las frutas y verduras. El CPM resaltaba que la inflación se había moderado más rápido a lo previsto anteriormente en el IPoM de junio. Por su parte, las expectativas de inflación de mediano plazo, si bien se habían estabilizado, se mantenían en 4,5%, levemente por encima de la meta. No obstante, el CPM consideró que, con el perfil contractivo de la política monetaria y la desaceleración más acentuada de la inflación, las expectativas podrían ajustarse gradualmente al 4% en los próximos meses.

En este contexto, el CPM había decidido por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,50% anual.

## I. Entorno Internacional y Regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han deteriorado con respecto a las presentadas en el IPoM de junio y, las presiones inflacionarias han comenzado a moderarse en algunos países, aunque permanece el escenario altamente incierto. Las elevadas tasas de inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras en la mayoría de las regiones del mundo, el conflicto entre Ucrania-Rusia y la persistencia de la pandemia del COVID-19 en China, explican el deterioro en las perspectivas. Desde el informe anterior, los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos se han reducido debido a los temores de una recesión global. La inflación en Estados Unidos si bien se ha moderado, permanece elevada, en tanto que en la Eurozona ha seguido acelerándose, contexto en el cual, las autoridades monetarias han continuado con el ciclo de alzas de sus tasas referenciales de corto plazo. En la región, las perspectivas económicas para los socios comerciales han mejorado para el 2022, pero se han corregido a la baja para el 2023. Por su parte, la inflación ha permanecido en niveles elevados y los bancos centrales también han continuado incrementando las tasas de interés de referencia.

**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**  
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Mundo	6,1	3,2	3,2	6,1	2,9	2,5
EE.UU.	5,7	2,5	1,9	5,7	1,6	0,7
Eurozona	5,4	2,7	1,4	5,2	3,0	0,2
China	8,1	4,1	5,2	8,1	3,3	5,0
Brasil	4,8	1,2	1,1	4,8	2,5	0,9
Argentina	10,4	2,8	1,7	10,4	3,5	0,9
Socios comerciales	7,7	1,5	1,5	7,7	2,4	0,8
Socios Mercosur	7,7	2,1	1,5	7,7	3,1	1,0

Fuente: Bloomberg

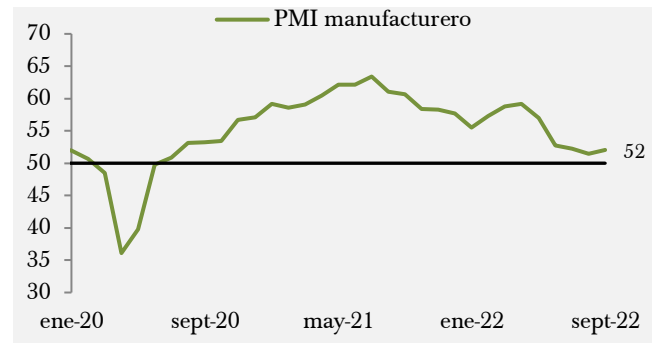
### Actividad económica

En Estados Unidos, el PIB del segundo trimestre registró una variación interanual de 1,8% y una tasa trimestral anualizada de -0,6%. La caída en términos anualizados se debió a disminuciones en la inversión privada en inventario, en la inversión fija residencial, en el gasto del gobierno federal y de los gobiernos estatales, que, en parte, fueron compensadas por aumentos en las exportaciones y el gasto del consumidor. Con relación al tercer trimestre, el PMI manufacturero (publicado por S&P Global) se ha desacelerado con relación al informe anterior, aunque ha seguido en zona de expansión (52 en septiembre) (gráfico I.1). La moderación del PMI está explicada por las preocupaciones de los clientes y de las empresas con respecto a las perspectivas para el año, por las presiones inflacionarias de insumos y por la menor capacidad de las empresas para satisfacer la demanda. En este contexto, los pronósticos de crecimiento del PIB se han corregido a la baja, de 2,5% a 1,6% para el 2022 y de 1,9% a 0,7% para el 2023 (tabla I.1).

En la Eurozona, el PIB del segundo trimestre registró un crecimiento de 4,3% interanual y una tasa de variación del 0,8% con relación al trimestre anterior (gráfico I.2). El resultado trimestral fue impulsado por las contribuciones positivas del gasto para consumo final de los hogares, del gasto final del gobierno y, en menor medida, por la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, estos incrementos fueron atenuados por las reducciones de las exportaciones netas, en tanto que, la variación de los inventarios no fue significativa para el crecimiento del producto.

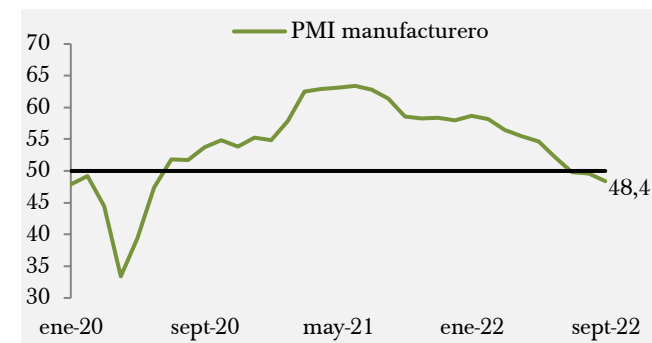
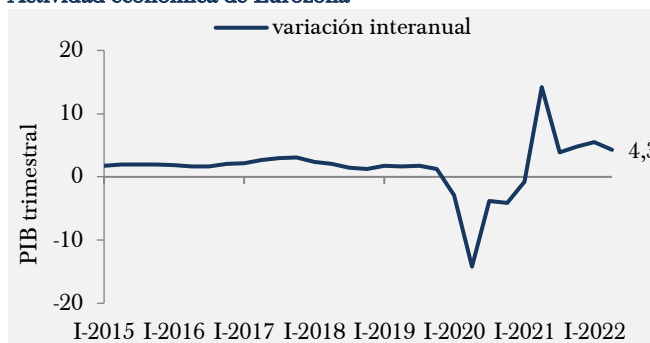
Durante el tercer trimestre de 2022, el PMI del sector manufacturero mantuvo su trayectoria a la baja, ubicándose en 48,4 en septiembre. Esta contracción se debió a las tensiones geopolíticas que afectaron a la demanda y a la confianza empresarial por la alta incertidumbre económica e inflación experimentada por la zona, además de la caída de los niveles de producción. El pronóstico de crecimiento para el 2022 se ajustó al alza, de 2,7% a 3,0%, pero es importante recordar que, en el IPoM de diciembre 2021, la proyección se situaba en 4,2%. Por su parte, para el 2023, el pronóstico se corrigió fuertemente, de 1,4% a 0,2%, debido a la elevada incertidumbre respecto a la guerra en Ucrania y las condiciones financieras más restrictivas.

**Gráfico I.1**  
Actividad económica de EE. UU.



Fuente: Bloomberg, S&P Global

**Gráfico I.2**  
Actividad económica de Eurozona



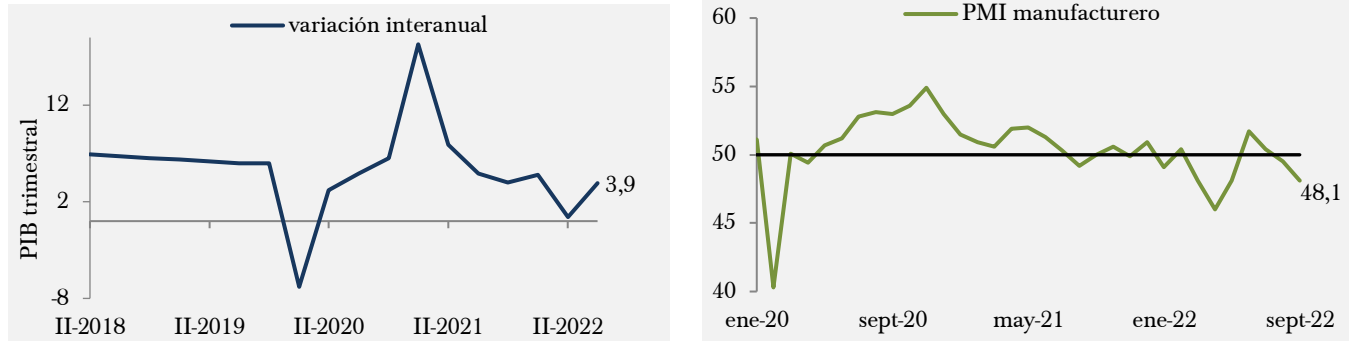
Fuente: Bloomberg

En China, el PIB del tercer trimestre creció 3,9% interanual, superando las expectativas del mercado, impulsado, en parte, por las medidas de estímulo implementadas por el gobierno (gráfico I.3). A pesar de estos buenos resultados, la economía china sigue lidiando con los efectos de su política de tolerancia cero a la expansión del COVID-19, con las dificultades derivadas del sector inmobiliario y con el riesgo de recesión mundial. Así, la proyección de crecimiento para el año se revisó de 4,1% a 3,3%, en tanto que, para el 2023 se redujo de 5,2% a 5,0%.

En cuanto al sector manufacturero de China, el índice PMI se ubicó en zona de contracción en septiembre, con un nivel de 48,1. El deterioro de las condiciones del sector se ha visto especialmente influenciado por las restricciones impuestas para contener los rebotes de COVID-19 en algunas regiones. A su vez, se registraron reducciones pronunciadas en la producción y tanto los nuevos pedidos como las ventas en el extranjero disminuyeron. Por otra parte, los costos de producción se redujeron junto con los precios de insumos, debido a la caída de los precios de *commodities*.

Gráfico I.3

Actividad económica de China



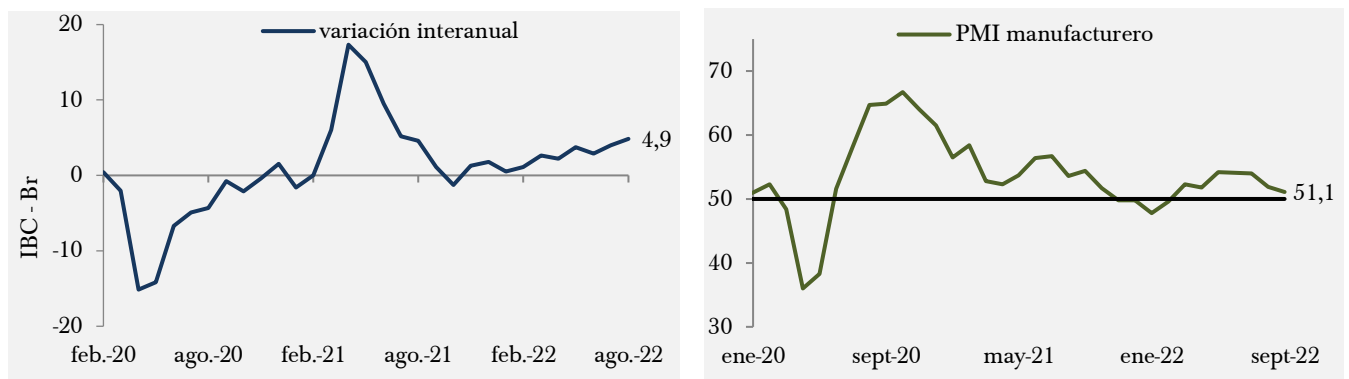
Fuente: Bloomberg

En Brasil, el PIB exhibió un incremento del 3,2% interanual en el segundo trimestre de 2022. Respecto al trimestre anterior, se observó un aumento de 1,2%, explicado por las incidencias positivas de la formación bruta de capital fijo y el consumo privado, que fueron atenuadas, en parte, por los resultados negativos del consumo de gobierno y de la demanda externa. En agosto de 2022, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró una variación interanual de 4,9% (gráfico I.4). En cuanto al sector manufacturero, el PMI de septiembre fue 51,1, continuando, por tanto, en zona expansiva. El desempeño del sector manufacturero se explicó por el aumento de la producción, la mayor confianza empresarial, la creación de empleo y la reducción del costo de los insumos de las empresas. Con estos datos, se verificó una mejora en el segundo trimestre respecto a lo inicialmente previsto y, se espera también, un mejor resultado para el tercer trimestre en línea con la evolución de los indicadores de actividad y el efecto de los estímulos fiscales recientemente aprobados. De esta manera, la proyección de crecimiento se revisó al alza de 1,2% a 2,5% para 2022.

En Argentina, los datos del PIB del segundo trimestre del 2022 mostraron una expansión del producto por encima de lo esperado, de 6,9% interanual y 1,0% trimestral (serie desestacionalizada), explicado por los sectores no agropecuarios, especialmente, los servicios. En agosto, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una expansión del 6,4% interanual (gráfico I.5) con una mayor incidencia de la industria manufacturera. Por su parte, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), exhibió una variación positiva del 7,6% interanual para agosto, influenciada por incrementos observados en vehículos automotores, productos textiles, maquinaria y equipo, prendas de vestir, cuero y calzado, productos de metal y otros equipos de transporte. En este contexto, el pronóstico de expansión del PIB para 2022 mejoró de 2,8% a 3,5%, en tanto que, para el 2023 se redujo de 1,7% a 0,9% dado el panorama interno y externo más desafiante.

Gráfico I.4

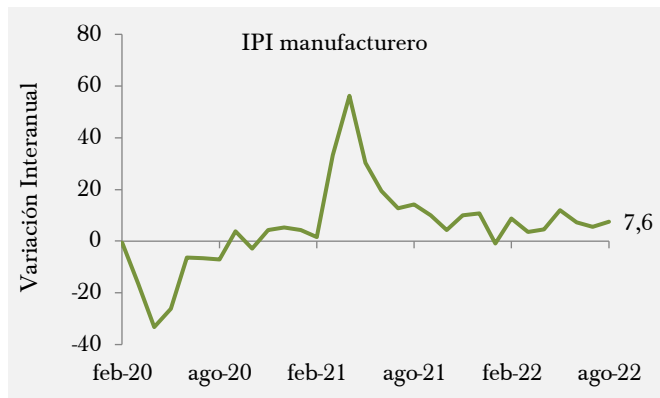
Actividad económica de Brasil



Fuente: Bloomberg

### Gráfico I.5

#### Actividad económica de Argentina



Fuente: Bloomberg

## Inflación y Política Monetaria

En Estados Unidos, durante el tercer trimestre del año 2022 se han verificado tasas de inflación menores a las registradas en el trimestre anterior (gráfico I.6). En septiembre, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 8,2% interanual. Este resultado se explicó por incrementos en todas las categorías, dentro de las que destacan las subas de combustibles, alimentos, vivienda, vestimenta, vehículos nuevos y usados. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 6,6% interanual, por encima de las expectativas del mercado. La inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 6,2% interanual en agosto y la inflación núcleo del PCE fue 4,9%.

Respecto de las decisiones de política monetaria, desde el IPoM de junio, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ha elevado el rango objetivo de la tasa de fondos federales a 3,00% - 3,25% (gráfico I.6), siendo el último incremento de 75 puntos básicos (p.b.) en su reunión de septiembre y anticiparon que aumentos adicionales serían apropiados. Con respecto a los niveles de inflación verificados en los últimos meses, el Comité recaló que los elementos que impulsan las subas de los precios han estado relacionados con los desequilibrios de oferta y demanda ocasionados por la pandemia de COVID-19 y por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, los cuales se extendieron a un rango más amplio de bienes y servicios. Sin embargo, reafirmaron su compromiso con devolver la inflación a la meta del 2%. A su vez, la Reserva Federal continuó con el proceso de reducción de su hoja de balance.

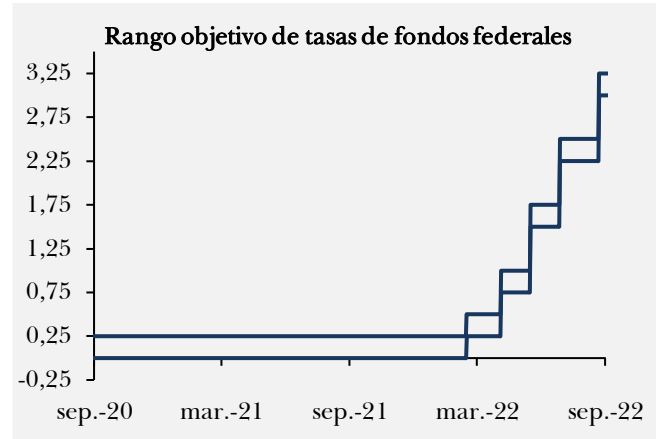
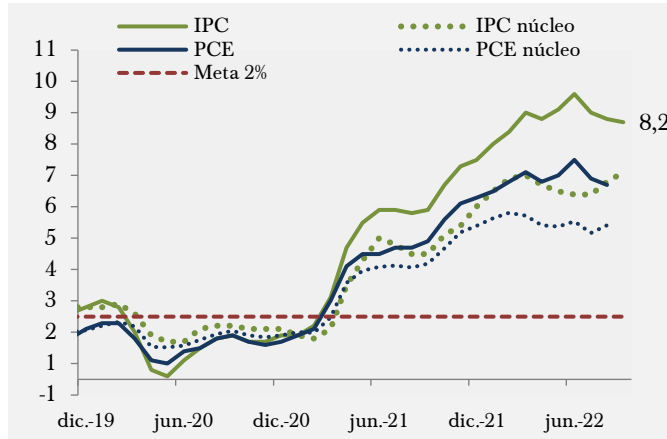
En la Eurozona, en el tercer trimestre de 2022, se acentuó la inflación, en comparación con el trimestre anterior. La tasa de inflación se ubicó en 9,9% interanual en el mes de septiembre de 2022 (gráfico I.7), mostrando un nivel mayor al promedio observado en el segundo trimestre del año. Esta presión al alza se encuentra principalmente explicada por los aumentos observados en los precios de la energía, dada la intensificación de los problemas de suministro de gas natural y petróleo de Rusia al continente europeo. Así también, se observaron aumentos de precios más rápidos en las categorías de alimentos, bebidas y tabaco, bienes industriales (excluyendo energía) y servicios. La inflación núcleo subió en términos interanuales, registrando una tasa de 4,8% en septiembre.

Con relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha aumentado sus tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en 75 p.b. en su reunión de septiembre y otros 75 p.b. en su reunión de octubre (gráfico I.7). Así también, el Consejo de Gobierno continuó reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).

### Gráfico I.6

#### Inflación y Tasa de Política Monetaria en EE. UU.

Tasa interanual, porcentaje

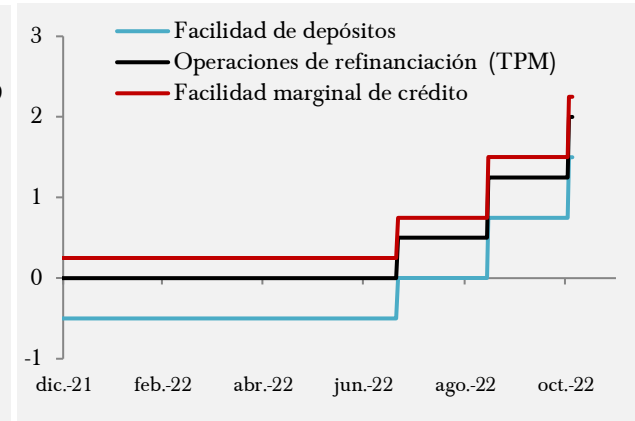
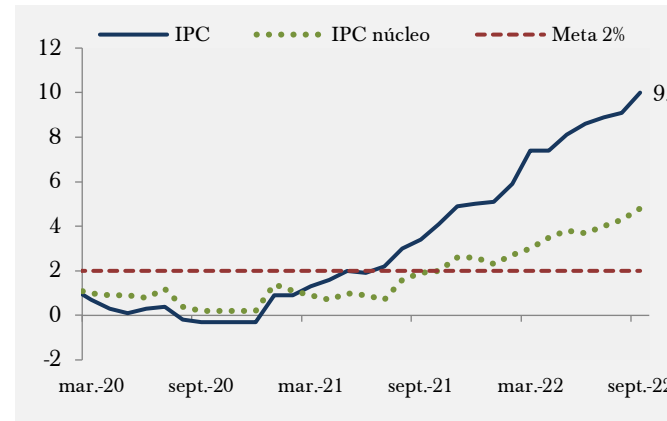


Fuente: Bloomberg

### Gráfico I.7

#### Inflación y Tasa de Política Monetaria en Eurozona

Tasa interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg

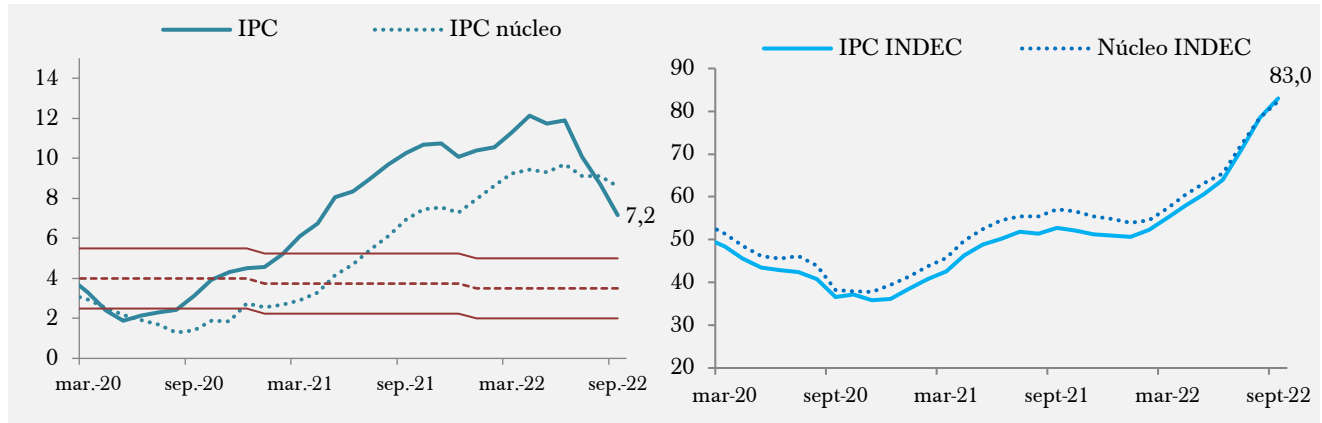
En la región, la inflación de Brasil se ha desacelerado en el tercer trimestre del presente año. En septiembre, el nivel de precios mostró un aumento del 7,2% interanual (gráfico I.8). La moderación de la tasa de inflación está vinculada a una menor suba de precios en el rubro de transportes respecto al año anterior. La inflación núcleo cerró con una tasa de variación interanual del 8,6% en septiembre. Desde su reunión de junio, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha incrementado la tasa Selic en 50 puntos básicos en su reunión de agosto, situándola en 13,75%. No obstante, en su reunión de septiembre decidieron mantener la tasa de referencia sin cambios.

En el caso de Argentina, se pudo notar una mayor aceleración de la inflación durante el tercer trimestre. La tasa de inflación se situó en 83,0% interanual en septiembre de 2022 (gráfico I.8), por encima de las tasas observadas en el trimestre anterior. Los mayores incrementos fueron observados en las categorías de prendas de vestir y calzado y bebidas alcohólicas y tabaco. En cuanto a su política monetaria, el Banco Central de la República Argentina ha aumentado el límite inferior de la tasa de interés de Leliq a 75,0% lo que representó un incremento de 2.300 puntos básicos desde el IPoM anterior. La brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo sufrió un incremento importante desde junio, pero, con el fin de frenar el aumento de

la desconfianza del mercado, el gobierno argentino implementó nuevas medidas, entre las cuales se destacan un nuevo sistema de fiscalización de importaciones y el incremento de la alícuota de los impuestos sobre bienes personales para operaciones destinadas al consumo de dólares para viajes y gastos en el exterior que superen los trescientos pesos argentinos.

**Gráfico I.8**  
**Inflación en Brasil y Argentina**

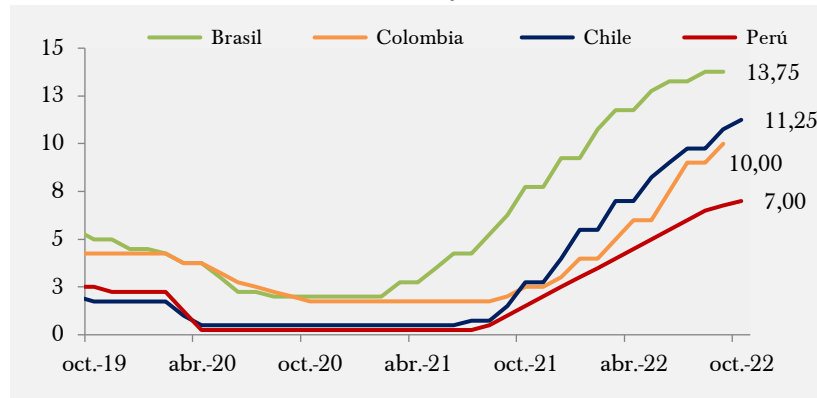
Tasas interanuales, porcentaje



Fuente: Bloomberg

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 el informe anterior, Colombia incrementó su tasa de política monetaria en 250 puntos básicos (pb), Perú en 100 pb y Chile en 150 pb (gráfico I.9).

**Gráfico I.9**  
**Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación**  
Porcentaje



Fuente: Bloomberg

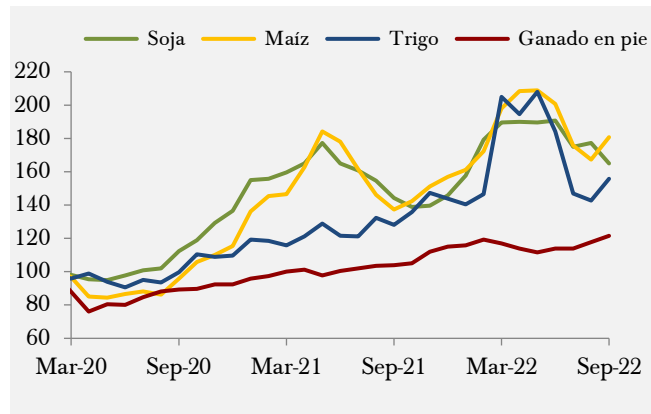
## Materias primas

Las cotizaciones internacionales de *commodities* agrícolas se moderaron en el tercer trimestre de 2022, a excepción del ganado en pie (gráfico I.10). A septiembre de 2022, la cotización del trigo se redujo en 15,3%, la de la soja en 13,6% y del maíz en 10,1%, con relación a lo registrado en junio de 2022. En el caso del ganado en pie, se verificó un incremento del 6,5% en la cotización de septiembre con relación a lo registrado a junio de 2022. La reducción en el precio del maíz y del trigo está vinculada principalmente a los avances en los acuerdos de tránsito de granos, pese al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y por las mejores perspectivas en cuanto a la producción y existencias finales a nivel global. En el caso de la cotización de la soja, la reducción se explica mayormente por la mejora de las perspectivas de producción en Sudamérica, por los menores riesgos climáticos en regiones productoras de Estados Unidos y por las expectativas de una merma en la demanda de la oleaginosa por los temores a una desaceleración económica global, lo cual acentuó la incertidumbre por el lado de la oferta y la demanda.

### Gráfico I.10

#### Precios de *commodities*

Índices, febrero 2020 = 100

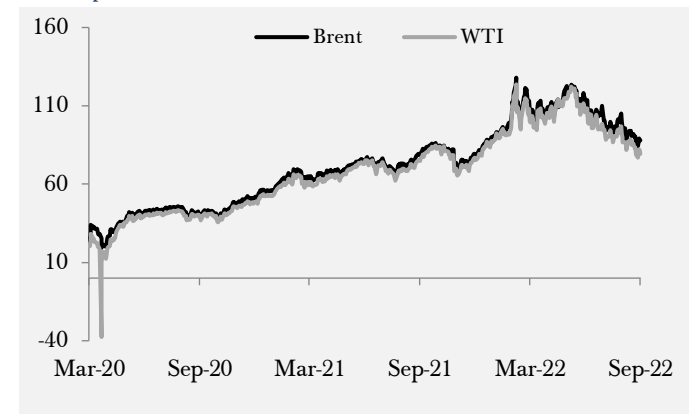


Fuente: Bloomberg

### Gráfico I.11

#### Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

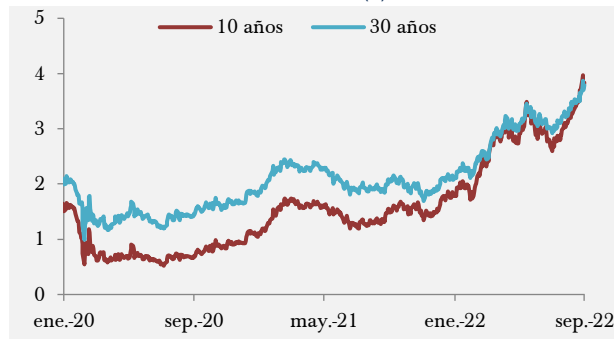


En cuanto a los precios internacionales del petróleo en el tercer trimestre, tanto las cotizaciones del Brent como del WTI, mostraron reducciones con respecto al IPoM anterior. Algunos factores de presión a la baja fueron la política monetaria más agresiva de la Fed y los temores a una desaceleración económica a nivel global, los cuales generaron expectativas de una menor demanda de petróleo. En contrapartida, la aún elevada incertidumbre relacionada a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania y las limitaciones en la oferta de petróleo con los anuncios de reducciones de producción diaria por parte de la OPEP+, ejercieron presiones al alza. En comparación a los precios promedios observados durante el mes de junio de 2022, el precio del petróleo Brent disminuyó 22,9% en septiembre, mientras que el de WTI se redujo en 26,7% (gráfico I.11).

## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años y los de vencimiento a 30 años, se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.12). Este comportamiento se encuentra en línea con el endurecimiento de las condiciones monetarias de la Fed y las perspectivas de una desaceleración económica en las principales economías del mundo. En este contexto, a fines de septiembre, la cotización del dólar medida por el índice DXY se apreció 6,6%, en comparación al cierre del segundo trimestre de 2022.

**Gráfico I.12**  
**Rendimientos de los bonos de Estados Unidos**  
Rendimientos (%)



Fuente: Bloomberg

Los principales índices de las bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona continuaron mostrando un menor dinamismo desde el último IPoM. Se observó que el promedio del índice registrado por S&P500 en septiembre de 2022 fue inferior en 1,2% al registrado en junio de 2022. Por su parte, para el Euro STOXX 50 en el mismo periodo se verificó una reducción de 3,4% respecto al promedio de junio del año en curso.

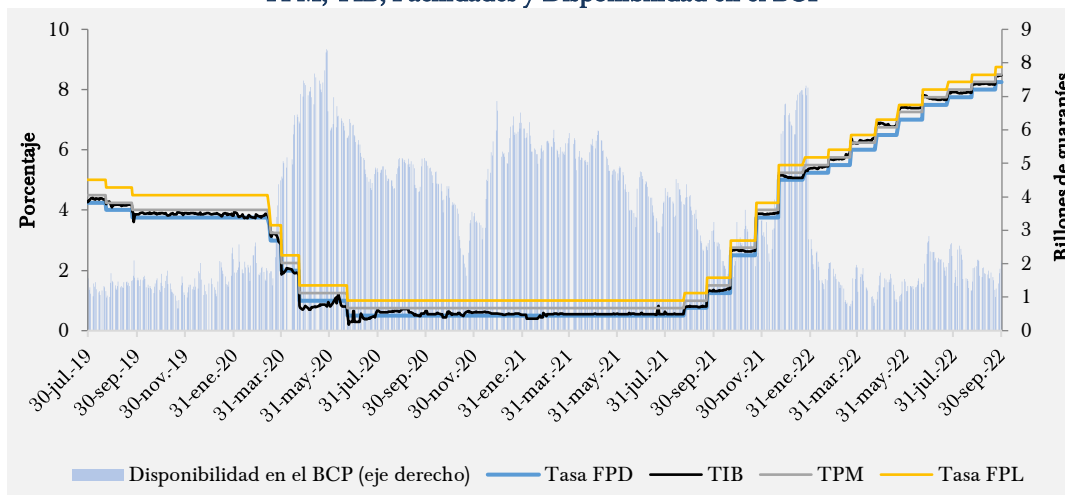
## II. Mercados Financieros

### Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria llevadas a cabo durante el tercer trimestre del 2022, la TPM se incrementó en 75 puntos básicos con respecto al trimestre anterior. Así, el CPM decidió elevar la tasa de referencia en 25 puntos básicos (pb) en cada una de sus reuniones de julio, agosto y septiembre, con lo que la TPM se situó en 8,50% anual al término del trimestre. En consecuencia, la tasa de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y la tasa de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) cerraron el trimestre en 8,25% y 8,75% anual, respectivamente (gráfico II.1).

Durante el tercer trimestre se ha observado que la liquidez de las instituciones financieras en el mercado de dinero (disponibilidad en el BCP) se mantuvo en niveles similares a lo verificado en el trimestre anterior, pero relativamente inferior a lo registrado en el primer trimestre del año. Por su parte, la tasa interbancaria (TIB) ha seguido el incremento de la TPM y, en los meses recientes, se ha ubicado en niveles muy cercanos a la misma. Cabe destacar que, en lo que va del presente año, la diferencia entre la TIB y la tasa de referencia se ha reducido respecto a lo observado en el periodo de la pandemia (gráfico II.1).

Gráfico II.1  
TPM, TIB, Facilidades y Disponibilidad en el BCP



Fuente: BCP

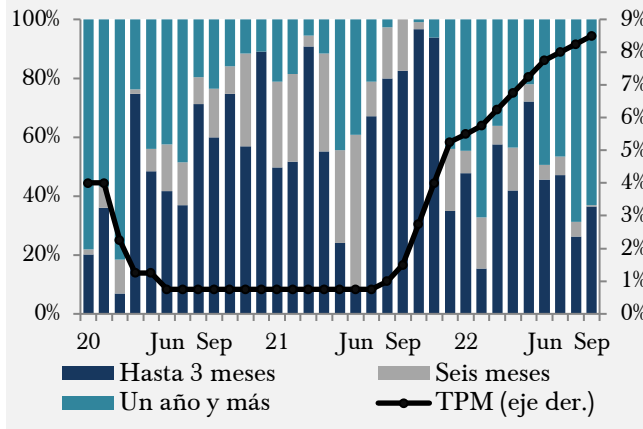
### Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre, los montos ofertados por las entidades financieras mostraron una inclinación hacia los títulos de plazos de un año y más. De la misma manera, las colocaciones efectivas exhibieron una recomposición hacia los títulos de plazos de 1 año y más, a diferencia de lo verificado en el trimestre anterior, en el que la mayor proporción de colocaciones se dio en los títulos de plazos más cortos (hasta 3 meses). Así, en lo que respecta al presente trimestre, la participación de los montos ofertados de las letras con plazos de hasta 3 meses fue 45,8%, de las de 6 meses fue 7,1% y de las de 1 año y más fue 47,1%.

Por otra parte, en lo que concierne a las colocaciones efectivas, los instrumentos de hasta 3 meses tuvieron una participación de 45,7%, los de 6 meses de 7,4% y aquellos mayores a 1 año de 46,8%. También cabe destacar que, durante el tercer trimestre

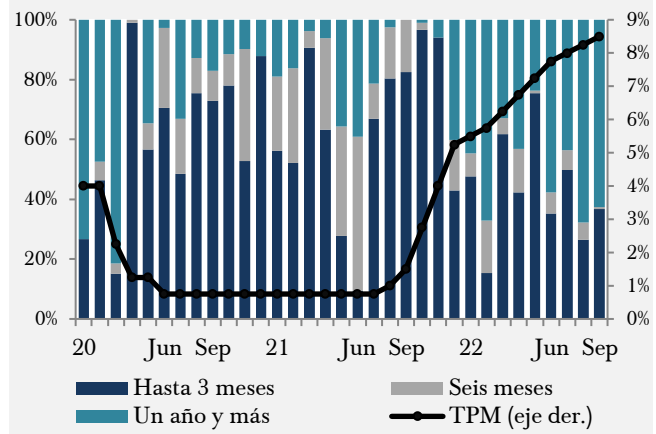
del año, las colocaciones efectivas se ubicaron en Gs. 3.796.750 millones, menor a lo observado en el segundo trimestre del año, en el que estas ascendieron a Gs. 4.190.110 millones.

**Gráfico II.2**  
Montos ofertados de las LRM por plazos  
Participación



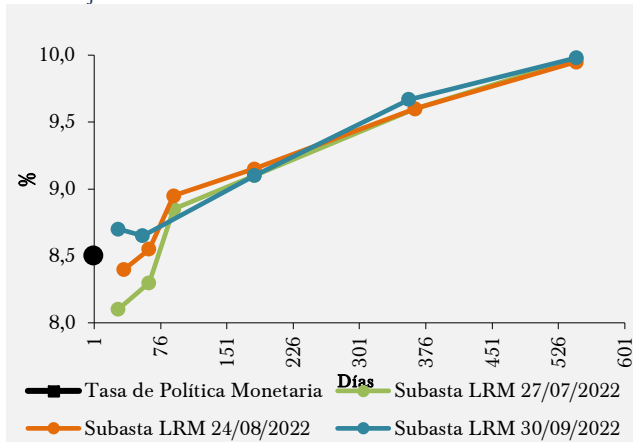
Fuente: BCP

**Gráfico II.3**  
Colocaciones efectivas de las LRM por plazos  
Participación



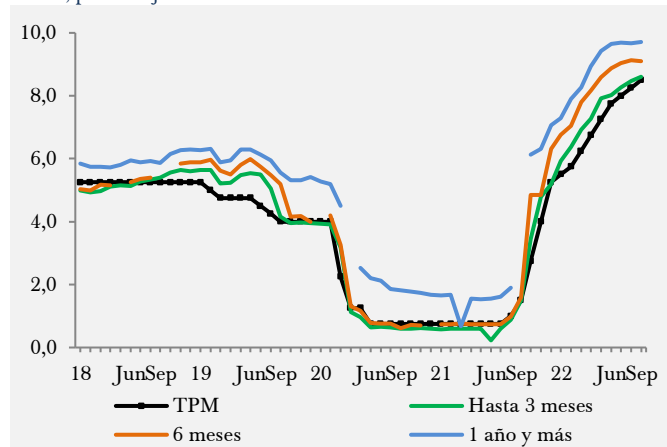
Asimismo, conforme al proceso de normalización de la política monetaria, las tasas efectivas de las colocaciones de LRM a los distintos plazos siguieron su ajuste al alza, aunque a un menor ritmo, comparado con lo observado en los primeros trimestres del año (gráficos II.4 y II.5).

**Gráfico II.4**  
Curva de rendimiento de LRM  
Porcentaje



Fuente: BCP

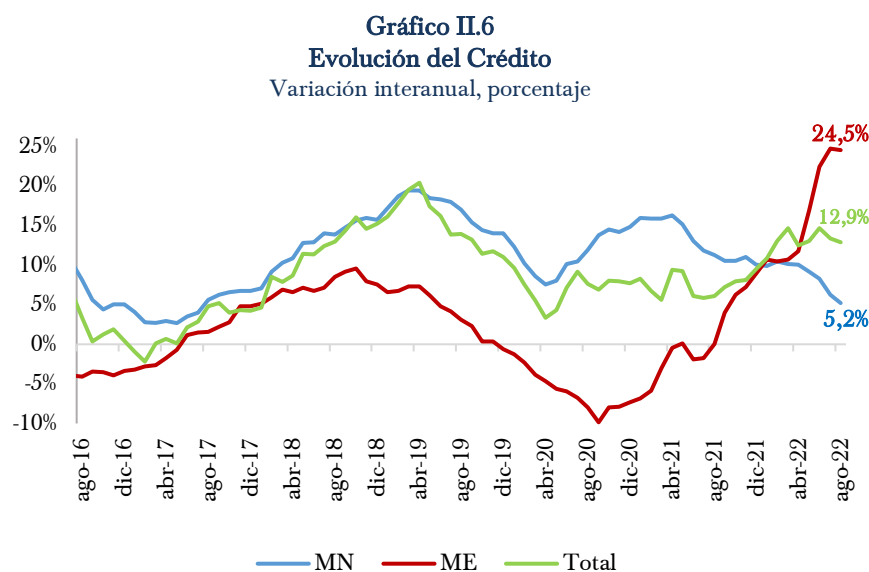
**Gráfico II.5**  
TPM y tasas de colocaciones efectivas de LRM por plazos  
Tasas, porcentaje



## Condiciones Financieras

El saldo de los créditos totales del sistema bancario ha continuado en ascenso desde el informe de junio (12,9% interanual en agosto 2022). Por un lado, los créditos en moneda local han seguido expandiéndose en términos interanuales, aunque a un menor ritmo. Por otra parte, la concesión de créditos en moneda extranjera ha continuado exhibiendo una importante velocidad de expansión interanual.

En agosto 2022, los créditos en moneda nacional aumentaron 5,2% interanual por debajo de la tasa de 9,2% registrada en el informe previo. Los sectores que tuvieron una mayor incidencia en la variación interanual de los créditos en moneda nacional fueron consumo, vivienda, industrias manufactureras y construcción. Los créditos en moneda extranjera exhibieron una variación interanual de 24,5%, superior a la tasa de 16,9% verificada en el informe anterior (gráfico II.6). Los sectores que contribuyeron, en mayor medida, al crecimiento interanual de los créditos en moneda extranjera fueron comercio al por mayor, agricultura, agronegocios e industrias manufactureras.



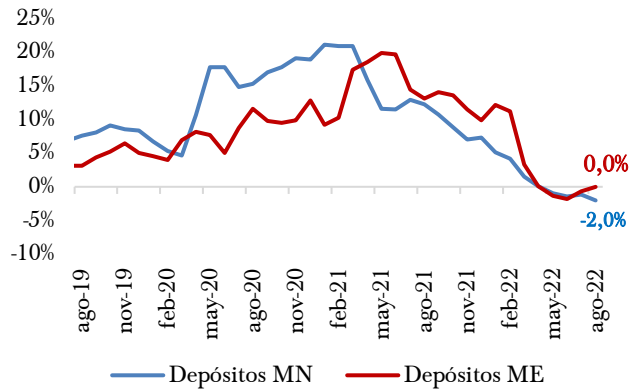
Fuente: BCP

Por el lado de los depósitos del sector privado en bancos, en agosto de 2022, se constató una caída de 1,1%, mayor a la disminución de 0,5% (con datos a mayo de 2022), observada en el IPoM anterior. Los depósitos en moneda nacional tuvieron una incidencia negativa, con una variación interanual de -2,0%, al tiempo que los depósitos en moneda extranjera, en términos interanuales, básicamente no tuvieron variación (0,0%).

La disminución de los depósitos en moneda nacional se debe, principalmente, a la caída de los saldos de cuenta corriente, ya desde finales del primer trimestre del año. En los meses sucesivos, dichos saldos han venido reduciéndose y al mes de agosto, se verificó una disminución de 5,3% interanual. No obstante, es importante destacar que los niveles de la cuenta corriente siguen ubicándose por encima del periodo pre-pandemia. En contrapartida, en los últimos meses se ha verificado que los saldos de los Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) han continuado en aumento, probablemente por el incentivo que representa las mayores tasas pasivas en moneda nacional (gráfico II.7 y II.8).

**Gráfico II.7**  
**Evolución de Depósitos**

Variación interanual, porcentaje



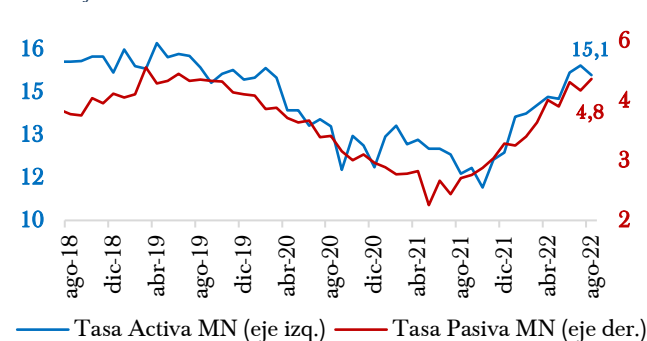
Fuente: BCP

Los saldos de los depósitos en moneda extranjera continuaron disminuyendo en términos interanuales. Este desempeño podría estar asociado, como se ha mencionado en el IPoM de junio de 2022, a menores ingresos de exportación especialmente de los granos de soja (-52,8% con respecto a lo acumulado a agosto 2022), a causa de la sequía registrada entre finales del 2021 e inicios del 2022.

En cuanto a las tasas activas en moneda nacional, el promedio ponderado de las mismas, en general, ha seguido con una trayectoria ascendente desde mayo, aunque en meses recientes se ha observado una moderación del ajuste. En parte, esto podría contemplar menores expectativas de inflación por parte de las entidades financieras, en respuesta a las decisiones de política monetaria. De esta manera, al octavo mes del presente año, el promedio de tasas de interés activas en moneda nacional se ubicó en 15,1%, por encima de la tasa observada en el último IPoM de junio 2022 (14,3%). Por el lado de las tasas pasivas, el promedio ponderado igualmente ha continuado subiendo, aunque también los ajustes se dieron en menor magnitud respecto de los constatados durante el segundo trimestre. Con ello, dicha tasa se situó en 4,8% al cierre de agosto 2022 (4,3% en junio 2022) (gráfico II.9).

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

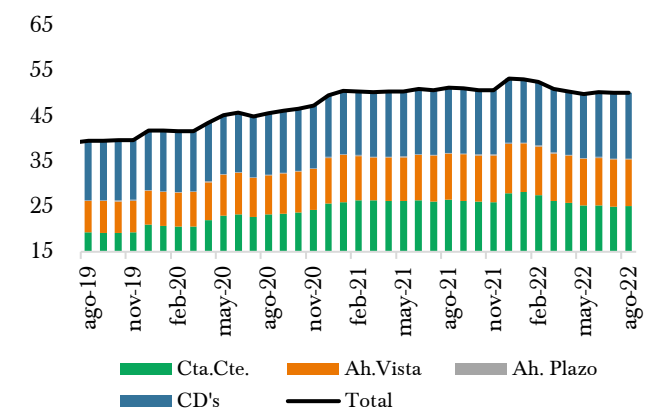
Porcentaje



Fuente: BCP

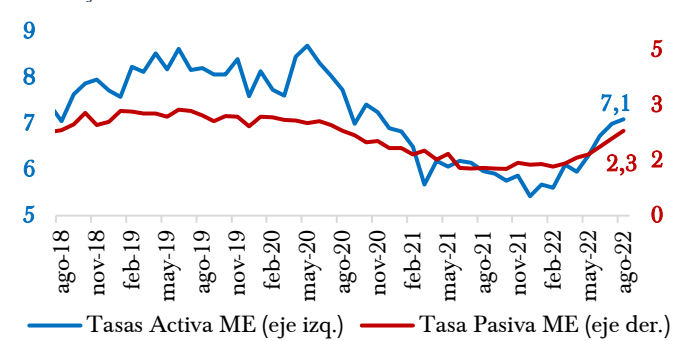
**Gráfico II.8**  
**Depósitos por plazos en moneda nacional**

Saldos, billones de guaraníes



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

Porcentaje



El promedio ponderado tanto de las tasas de interés activas como el de las pasivas en moneda extranjera han mostrado una trayectoria ascendente en el periodo reciente y el ajuste ha sido mayor respecto de lo verificado hasta el informe previo. Ello, en parte, estaría asociado al inicio del proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. De esta manera, el promedio ponderado de las tasas activas se ubicó en 7,1% en el mes de agosto de 2022 y el de las pasivas en 2,3% (gráfico II.10).

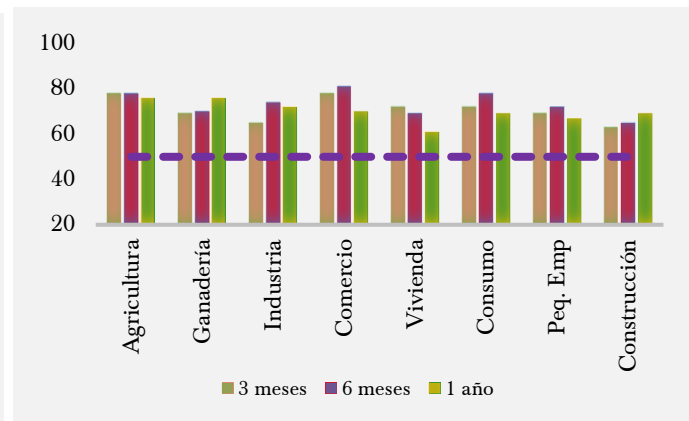
Los resultados de la encuesta de Situación General del Crédito del segundo trimestre del 2022 revelaron que el 29,6% de los encuestados había considerado que la situación, en ese periodo, fue óptima para la concesión de créditos, ubicándose así en un nivel inferior al registrado en el primer trimestre del 2022 (50,0%) y en el segundo trimestre del 2021 (32,1%). Por su parte, los índices de difusión de expectativas sectoriales han permanecido en zona de optimismo en los plazos de 3, 6 y 12 meses (gráficos II.11 y II.12).

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



Fuente: BCP

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

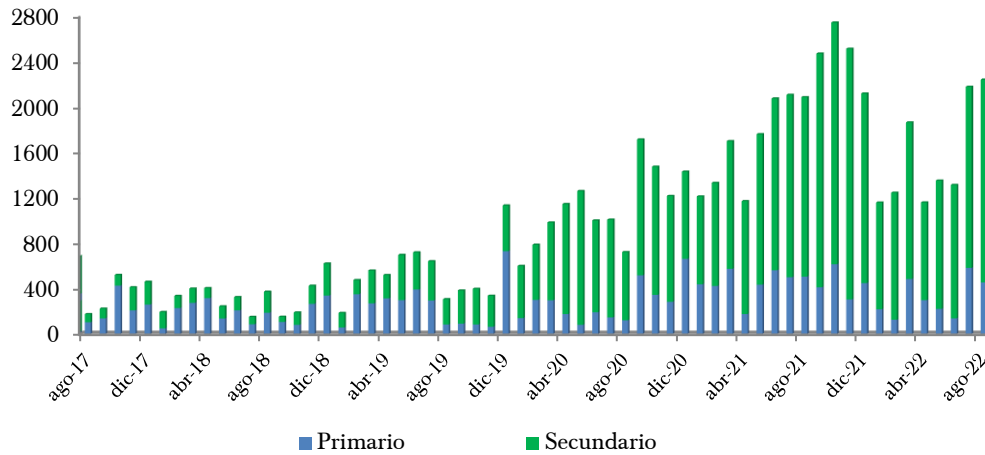


## Mercado Bursátil

El volumen negociado en la bolsa de valores cayó de 6,9% en términos acumulados al mes de agosto de 2022. Las operaciones de reporto representaron 56,5% del total negociado y registraron un leve incremento con respecto al nivel acumulado a agosto 2021. Las operaciones de renta fija representaron el 40,0% del total negociado y exhibieron una contracción del 18,6%, teniendo la mayor incidencia negativa en la reducción del volumen negociado. Las operaciones de renta variable (2,2%) constituyen una menor proporción y registraron un incremento de 19,4%. Por último, las operaciones con derivados, con una participación de 1,2%, crecieron 1.260,1% en el periodo de referencia, comportamiento que podría deberse, básicamente a la habilitación de nuevas casas de bolsa para operar con este tipo de instrumentos.

Del total negociado hasta agosto del 2022, el 20,1% fueron transacciones en el mercado primario y 79,9% en el mercado secundario (gráfico II.13).

**Gráfico II.13**  
**Volumen negociado en la BVPASA**  
En miles de millones de guaraníes



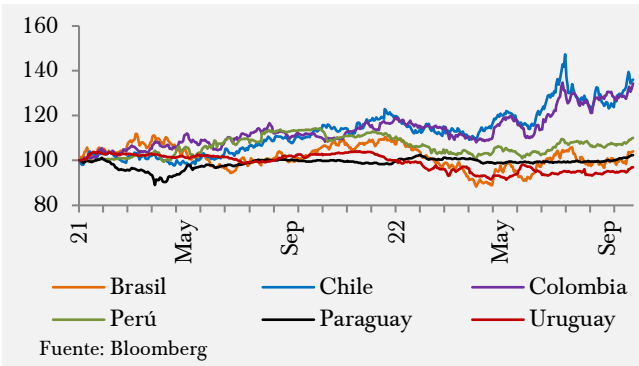
Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA).

## Tipo de Cambio

Durante el tercer trimestre del año, las monedas de la región se depreciaron con respecto a las cotizaciones registradas a finales del trimestre anterior, el peso colombiano 10,92%, el peso chileno 5,51%, el sol peruano 4,12%, el guaraní 3,32%, el real brasileño 3,01% y el peso uruguayo 3,00% (gráfico II.14).

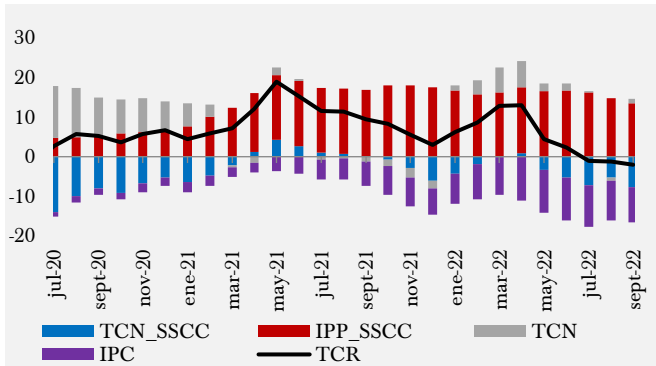
Por otra parte, en septiembre de 2022, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció 1,98% con respecto al mismo mes del año pasado. Este comportamiento es explicado principalmente por la depreciación de las monedas de los socios comerciales, mayor a la del guaraní. Así también, el diferencial de inflación se ha moderado en los últimos meses (gráfico II.15).

**Gráfico II.14**  
**Tipo de cambio nominal respecto al dólar**  
Índice ene-2021=100



Fuente: Bloomberg, BCP

**Gráfico II.15**  
**Tipo de cambio real multilateral**  
Variación interanual e incidencias



### III. Escenario Doméstico

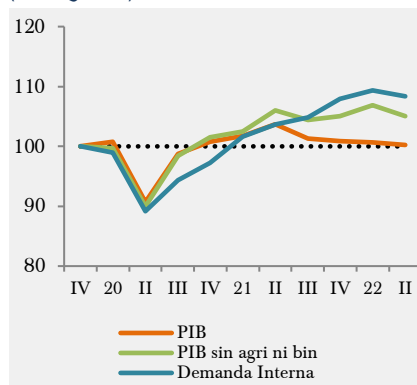
#### Actividad y demanda

En el segundo trimestre del 2022, el PIB se moderó con relación a los registros del primer trimestre. Por el lado de la oferta, el comportamiento a la baja se explicó por construcciones, manufactura y servicios, mientras que, electricidad y ganadería repuntaron en el margen. Por el lado del gasto, la formación bruta de capital fijo y el consumo público se frenaron en el segundo trimestre, mientras que, el consumo privado se estabilizó. Por su parte, las importaciones han seguido expandiéndose, en tanto que, las exportaciones han mostrado una recuperación luego de algunos trimestres de desaceleración.

**Gráfico III.1**

**PIB y Demanda interna (series desestacionalizadas)**

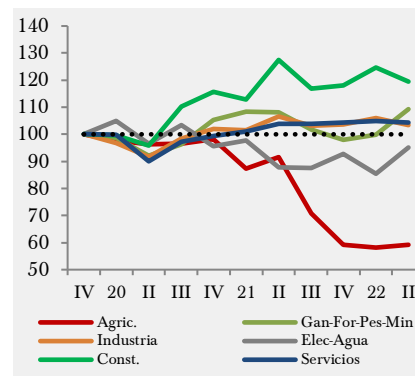
Índice respecto a periodo pre-pandemia (2019Q4=100)



**Gráfico III.2**

**PIB Desestacionalizado (lado de la oferta)**

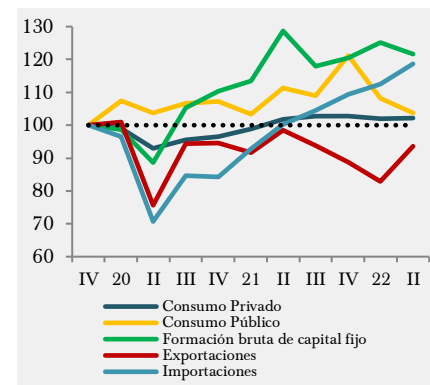
Índice respecto a periodo pre-pandemia (2019Q4=100)



**Gráfico III.3**

**PIB Desestacionalizado (lado del gasto)**

Índice respecto a periodo pre-pandemia (2019Q4=100)



Fuente: BCP

En términos interanuales, el PIB del segundo trimestre registró una caída de 3,4%, explicado principalmente por los desempeños negativos registrados en la agricultura, la construcción y la manufactura. No obstante, los resultados positivos de la generación de energía eléctrica y la ganadería atenuaron la caída de la actividad económica. De esta forma y, al cierre del primer semestre, el PIB acumuló una retracción de 2,2%.

El sector agrícola presentó una retracción de 35,0% con respecto al mismo trimestre de 2021 (según los últimos registros oficiales del Ministerio de Agricultura y Ganadería), debido fundamentalmente a los menores niveles de producción de la soja y de otros rubros agrícolas, como el arroz, la caña de azúcar, la mandioca y otros tubérculos. No obstante, estos resultados fueron parcialmente atenuados por las variaciones positivas registradas en la producción de maíz, girasol, sésamo, algodón en rama y canola. De forma acumulada, en el primer semestre de 2022 la actividad registró una contracción de 34,1%.

El sector de la construcción mostró una caída interanual de 6,9% en el segundo trimestre de 2022. Entre otros factores, el comportamiento de la actividad estuvo influenciado, en alguna medida, por el mayor número de días laborales con lluvias (principalmente abril y mayo) que incidió en el menor ritmo de ejecución de las obras tanto públicas como privadas. A pesar de este resultado negativo, la variación acumulada se mantuvo en terreno positivo (1,6%).

El sector manufacturero exhibió una caída interanual de 3,4%. Las actividades que incidieron negativamente fueron la producción de aceites, molinerías y panaderías, lácteos, metales comunes, productos metálicos y minerales no metálicos. No obstante, estos resultados fueron mitigados por las variaciones positivas registradas en la producción de carnes, azúcar, bebidas y tabacos, químicos, productos del papel, textiles y prendas de vestir, cueros y calzados, y maderas. En términos acumulados, la actividad verificó un leve crecimiento de 0,5% al cierre del primer semestre de 2022.

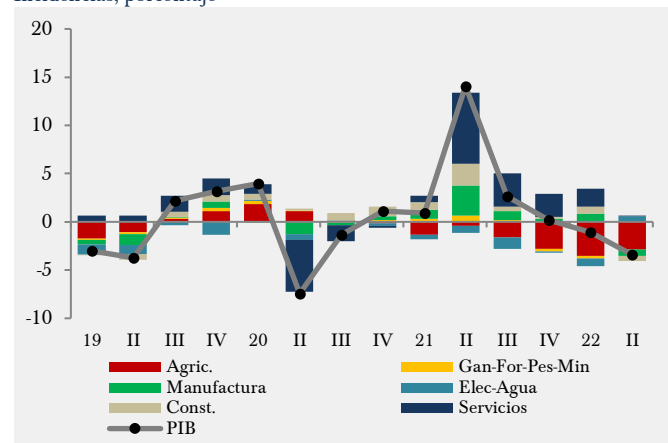
**Tabla III.1**  
**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

Sectores	2021				2022	
	I	II	III	IV	I	II
Agricultura	-10,9	-4,2	-26,7	-40,0	-33,3	-35,0
Ganadería, For., Pes. y Min.	9,9	18,7	4,8	-7,3	-8,0	2,1
Manufactura	5,1	16,6	5,0	1,8	4,4	-3,4
Elect. y agua	-6,0	-10,5	-16,5	-2,5	-11,3	8,9
Construcción	13,7	34,8	5,8	2,2	10,5	-6,9
Servicios	1,4	15,3	7,0	4,9	4,0	0,1
Imp. a Prod.	-0,5	28,8	5,4	7,0	1,9	0,0
PIB Total	<b>0,9</b>	<b>14,1</b>	<b>2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,4</b>
PIB sin Agric. y sin Bin.	3,1	17,4	6,1	3,6	4,4	-1,2

Fuente: BCP

**Gráfico III.4**  
**PIB: Sectores de Oferta**  
Incidencias, porcentaje



El sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó un crecimiento interanual de 8,9% en el segundo trimestre de 2022. El desempeño favorable del trimestre fue explicado por la mayor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, en línea con la mejora registrada en el caudal hídrico del Río Paraná. La distribución de energía eléctrica también experimentó un resultado positivo. Sin embargo, en términos acumulados, al cierre del primer semestre de 2022, la actividad registró una retracción de 2,8%.

El sector servicios registró un leve crecimiento interanual de 0,1% en el segundo trimestre del 2022, explicado por los desempeños positivos de la actividad comercial, los servicios a las empresas (agencias de turismo, consultorías, publicidad, etc.), servicios inmobiliarios y, restaurantes y hoteles. Sin embargo, mostraron resultados negativos los servicios de transportes, por el menor dinamismo de transporte de carga terrestre y fluvial, telecomunicaciones y servicios de información, servicios a los hogares, servicios gubernamentales e intermediación financiera. De forma acumulada el sector registró una variación positiva de 2,1% al cierre del primer semestre del 2022.

Por último, el sector de la ganadería, forestal, pesca y minería verificó un crecimiento interanual de 2,1%, debido, principalmente al mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, ganado porcino y, en menor medida, por el incremento de la producción de leche cruda, huevos y aves. Con este resultado, el sector acumuló una caída de 2,9% en el primer semestre del 2022.

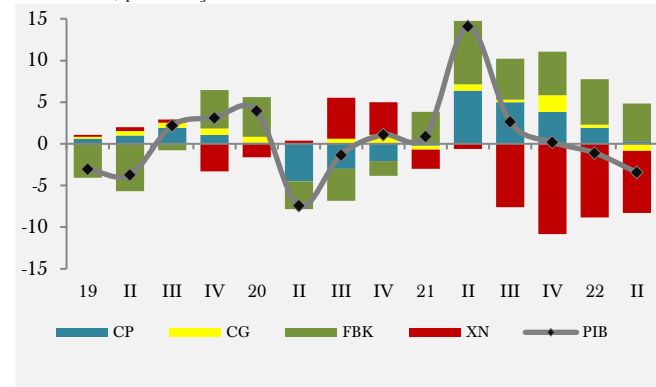
Desde la perspectiva del gasto, la disminución interanual del PIB se explicó por la caída de la demanda externa, manteniendo la demanda interna un resultado positivo. Los componentes con mayor incidencia negativa fueron las exportaciones netas, la formación bruta de capital fijo y el consumo de gobierno. No obstante, el consumo privado mitigó parcialmente la caída del PIB trimestral.

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

Componentes	2021				2022	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Demanda Interna</b>	<b>3,3</b>	<b>15,7</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>	<b>7,9</b>	<b>4,2</b>
Consumo total	-1,0	9,0	6,9	7,6	3,4	-0,8
Consumo privado	-0,4	9,5	7,7	6,2	3,2	0,4
Consumo de gob.	-4,2	6,4	2,4	13,8	4,2	-7,4
FBK	14,8	52,4	28,9	23,9	18,3	23,8
FBKF*	15,1	44,8	11,8	9,4	10,4	-5,6
Exportaciones	-10,7	31,6	-0,2	-6,6	-10,3	-4,4
Importaciones	-4,1	42,0	23,6	29,5	21,3	18,7
<b>PIB Total</b>	<b>0,9</b>	<b>14,1</b>	<b>2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,4</b>

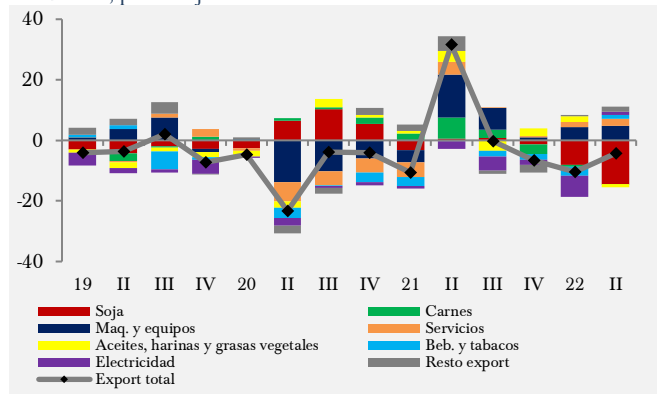
\*Representó el 89,8% de la FBK en el 2021  
Fuente: BCP

**Gráfico III.5**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencias, porcentaje



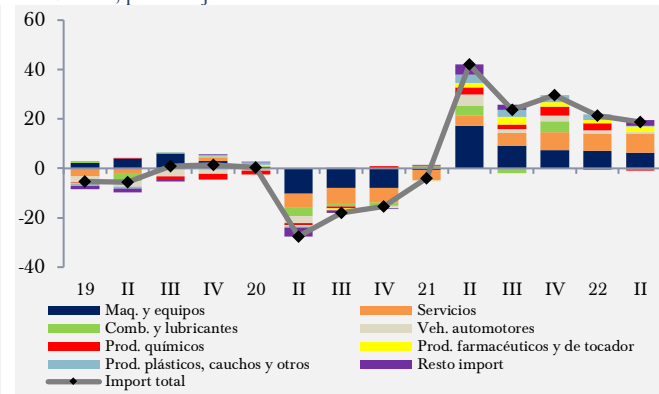
Las exportaciones de bienes y servicios presentaron una retracción interanual de 4,4% en el segundo trimestre del año, explicada por la marcada disminución en la cantidad exportada de soja, aceites y harinas, trigo y arroz. Esto fue atenuado por la dinámica favorable de las exportaciones de maquinarias y equipos (vinculadas a las reexportaciones), así como la recuperación en la exportación de energía eléctrica. En los servicios, se registraron resultados positivos en restaurantes y hoteles (mayor entrada de turistas al país) y los servicios de transformación (maquila). La incidencia de los bienes fue de -6,6 p.p. y de los servicios fue de 2,2 p.p. En términos acumulados, registró una caída de 7,1% al cierre del primer semestre.

**Gráfico III.6**  
**Componentes de las exportaciones de bienes y servicios**  
Incidencias, porcentaje



Fuente: BCP

**Gráfico III.7**  
**Componentes de las importaciones de bienes y servicios**  
Incidencias, porcentaje



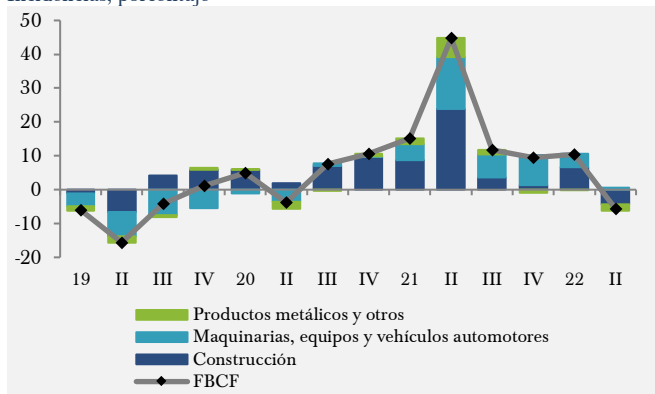
Las importaciones de bienes y servicios tuvieron un crecimiento interanual de 18,7% en valores constantes. En la parte de bienes, se destacaron las importaciones de maquinarias y equipos (incluye las importaciones bajo el régimen de turismo) y productos químico-farmacéuticos. Sin embargo, se registró una disminución en la cantidad importada de combustibles y lubricantes. Por otro lado, dentro de los servicios se destaca el mayor dinamismo de los transportes (servicios de fletes adquiridos por paraguayos desde el exterior) y servicios de restaurantes y hoteles (vinculado con una mayor salida de paraguayos al exterior). La incidencia interanual de los bienes fue de 10,8 p.p. y de los servicios fue de 7,9 p.p. Con estos resultados, cierra el primer semestre del 2022 con un crecimiento acumulado de 20,0%.

Por otro lado, la demanda interna (4,2% de variación interanual) logró atenuar parcialmente el resultado interanual negativo del sector externo neto. Entre los principales componentes de la demanda interna, se destacó el incremento interanual de la formación bruta de capital (23,8%). Sin embargo, el consumo total mostró una leve caída interanual en el segundo trimestre (-0,8%).

La formación bruta de capital fijo (FBKF) registró una reducción interanual de 5,6%, debido, principalmente, al menor dinamismo de las construcciones. No obstante, la inversión en maquinarias y equipos atenuó parcialmente la caída interanual de la FBKF. En términos acumulados, mostró un crecimiento de 2,3% al cierre del primer semestre de 2022.

**Gráfico III.8**  
**Componentes de la inversión (FBKF)**

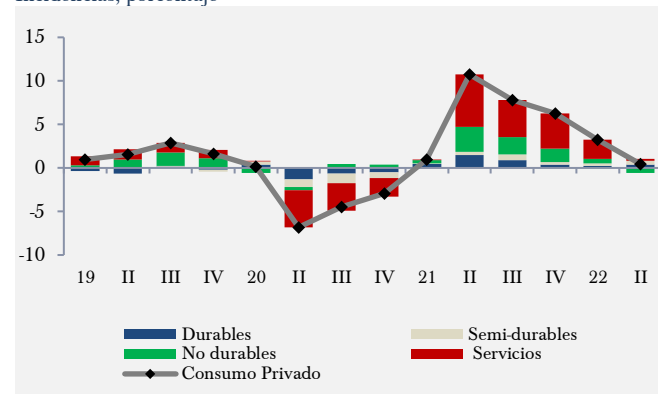
Incidencias, porcentaje



Fuente: BCP

**Gráfico III.9**  
**Componentes del consumo privado**

Incidencias, porcentaje

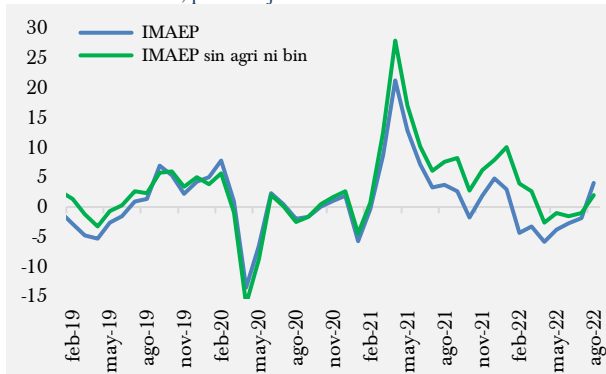


Al interior del consumo total, el consumo privado registró un leve crecimiento interanual de 0,4%, explicado por el aumento de los gastos en bienes semidurables (prendas de vestir y calzado, productos de papel), bienes durables como los vehículos automotores, equipamientos para el hogar y, en menor medida, los servicios (relacionados al transporte, los servicios a las empresas, restaurantes y hoteles y servicios de información). Los gastos en bienes no durables mostraron una contracción interanual (principalmente por retracciones en alimentos y combustibles). En términos acumulados, el consumo privado registró un crecimiento de 1,8% al cierre del primer semestre del 2022. Por su parte, el consumo de gobierno verificó una contracción interanual de 7,4%.

De esta manera, la demanda externa fue el componente que más efectos tuvo en la disminución interanual del PIB del segundo trimestre del 2022, incidiendo negativamente en 7,4 p.p. Sin embargo, la demanda interna registró una incidencia favorable de 4,0 p.p., debido a la contribución positiva de 4,6 p.p. de la formación bruta de capital. En el mismo sentido, el consumo privado verificó una incidencia positiva de 0,3 p.p., mientras que, el consumo de gobierno tuvo una contribución negativa de 0,9 p.p.

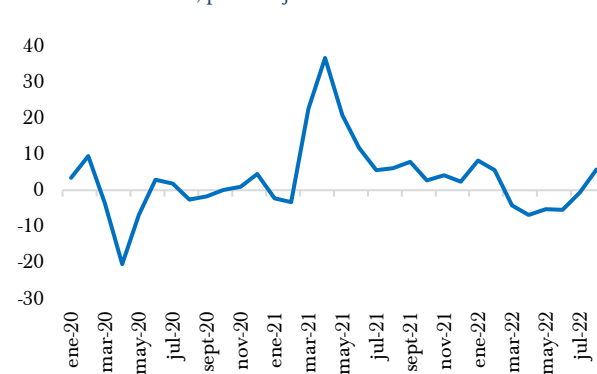
Finalmente, conforme a los indicadores de corto plazo de la actividad económica, el PIB del tercer trimestre cerraría con un balance positivo, impulsado por el efecto rebote de la agricultura (inicio nueva campaña 2022/2023 en el segundo semestre del año) y el repunte en la producción de energía eléctrica de las binacionales.

**Gráfico III.10**  
**Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP)**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

**Gráfico III.11**  
**Estimador Cifras de Negocios (ECN)**  
Variación interanual, porcentaje



## Cuenta Corriente<sup>2</sup>

Considerando los últimos datos observados al tercer trimestre y la evolución más probable de los distintos componentes del sector externo para el cuarto trimestre, el saldo de la cuenta corriente para el 2022 se corrigió de USD -2.025,9 millones en el informe de junio (-5,0% del PIB) a USD -2.464,1 millones en el presente reporte (-6,2% del PIB). El ajuste se explicó principalmente por el mayor déficit esperado para el saldo de la balanza comercial, que pasó de USD -1.289,3 millones (-3,1% del PIB) a USD -1.734,2 millones (-4,3% del PIB).

Desde el último IPoM, las importaciones totales de bienes han seguido mostrando una buena dinámica, incluso mayor a la prevista anteriormente. Al cierre del tercer trimestre, las mismas acumularon un crecimiento de 24,2%, explicado por los mayores valores de bienes intermedios, de capital y de consumo. Teniendo en cuenta esta evolución reciente, se prevé para el 2022 una expansión de 13,8% de las importaciones, cifra bastante superior a la tasa de variación presentada en el IPoM de junio (6,9%). El crecimiento previsto para el año se explica, en gran medida, por los altos precios de importación, especialmente de los combustibles derivados del petróleo y productos químicos. Por otra parte, la corrección al alza en el margen se debe fundamentalmente a un mejor desempeño de las importaciones en volúmenes, con relación a lo que se había supuesto en el informe anterior.

Las exportaciones totales de bienes, si bien se han reducido respecto al año anterior, han tenido también un comportamiento mejor a lo esperado en el informe anterior, explicado, en gran medida, por la buena cosecha de maíz. Al mes de septiembre, las exportaciones experimentaron una variación acumulada de -1,2%. Las exportaciones registradas disminuyeron 5,4%, debido principalmente a los menores envíos de granos de soja. Sin embargo, se verificaron aumentos en las exportaciones de maíz, carnes y trigo. Considerando estos nuevos datos, se prevé una variación de -4,4% para el 2022 (-7,6% en el IPoM de junio).

Con relación a las partidas de ingreso primario e ingreso secundario, los pronósticos se mantienen en niveles similares a los presentados en el informe de junio. No obstante, se realizó una leve corrección a la baja en la proyección de la balanza de servicios, principalmente en su componente de servicios de transportes, debido a los mayores niveles de importaciones netas de fletes.

<sup>2</sup> En el marco del fortalecimiento de las Estadísticas del Sector Externo, los datos de la serie han sido revisados y actualizados conforme al Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI: [www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-1131](http://www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-1131)

Finalmente, cabe señalar que, la emisión de bonos soberanos, los aumentos de pasivos con organismos internacionales, una leve disminución de activos en el exterior (principalmente provenientes del sistema financiero) y, la inversión directa, han estado financiando el déficit en cuenta corriente del presente año.

**Tabla III.3**  
**Cuenta Corriente**

	2020*	2021 *	2022 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>619,7</b>	<b>-348,3</b>	<b>-2464,1</b>
Balanza Comercial	1.225,8	584,1	-1.734,2
Exportaciones	10.954,9	13.178,4	12.598,5
Importaciones	9.729,2	12.594,3	14.332,7
Servicios	131,4	-124,2	-152,2
Ingreso primario	-1.188,7	-1.342,2	-1.153,3
Ingreso secundario	523,2	534,0	575,5
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-6,2</b>

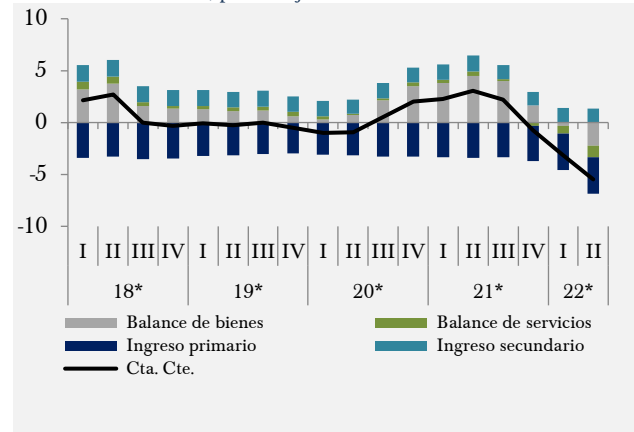
(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: BCP

**Gráfico III.12**  
**Cuenta Corriente: Componentes y Saldo**

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



## Finanzas Públicas

Los ingresos totales recaudados a septiembre totalizaron 29,8 billones de guaraníes, que representó un incremento acumulado de 10,4%. Este resultado se explicó, principalmente, por un crecimiento del 17,9% de los ingresos tributarios. La recaudación acumulada de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) se expandió 16,3% y de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA), 20,3%. En contrapartida, se constató una caída en Contribuciones Sociales (15,2%), Donaciones (26,0%) y otros ingresos (0,6%), esto último, debido principalmente a menores ingresos por Royalties y Compensaciones de Itaipú.

Por otro lado, el gasto obligado a septiembre ascendió a 28,6 billones de guaraníes, lo que representó un aumento de 8,0% en comparación con el acumulado a septiembre de 2021. Este comportamiento se debió principalmente al incremento de la remuneración a los empleados (9,5%), el cual se explica, por un lado, por el aumento de salarios a los docentes de 11,0% a partir del mes de octubre de 2021, sumado al incremento del 5% desde julio de 2022 y, por otra parte, por el aumento de la contratación y nombramiento de personal de salud. De igual manera, se verificó un aumento acumulado de 11,1% en las Prestaciones Sociales, debido a los mayores gastos en los programas de Adultos Mayores y Tekoporá, además de un incremento en los pagos de pensiones contributivas. El rubro de Bienes y Servicios registró una reducción acumulada de 3,3% explicada por la menor adquisición de medicamentos e insumos médicos y la menor cobertura de gastos relacionados a la hospitalización en Unidades de Terapia Intensiva (UTI) en el sector privado, partidas que crecieron significativamente en el año anterior por la situación sanitaria compleja.

La Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a los pagos por la inversión pública en infraestructura, exhibió un incremento del 12,6% con relación al acumulado a septiembre del 2021.

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

	Septiembre 2021	Septiembre 2022	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>27.031</b>	<b>29.830</b>	<b>10,4%</b>
Ingresos tributarios	19.392	22.869	17,9%
Contribuciones sociales	2.101	1.781	-15,2%
Donaciones	1.286	952	-26,0%
Otros ingresos	4.252	4.228	-0,6%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>26.527</b>	<b>28.640</b>	<b>8,0%</b>
Remuneración a los empleados	12.235	13.393	9,5%
Uso de bienes y servicios	3.018	2.917	-3,3%
Intereses	2.329	2.637	13,2%
Donaciones	3.210	3.273	2,0%
Prestaciones sociales	4.627	5.138	11,1%
Otros gastos	1.109	1.283	15,6%
<b>Balance operativo</b>	<b>505</b>	<b>1.190</b>	
Adquisición neta de activos no financieros	4.747	5.345	12,6%
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	<b>-4.242</b>	<b>-4.156</b>	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

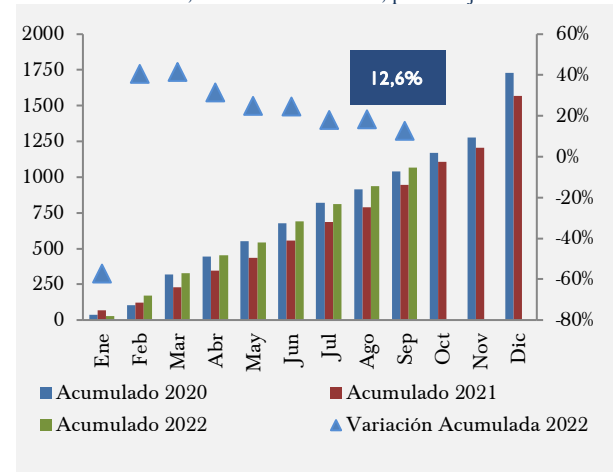
Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento Neto) de 4,2 billones de guaraníes a septiembre de 2022, lo que equivale a un resultado fiscal de -1,5% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -3,4% del PIB a dicho periodo.

### Evolución de los precios

La inflación se ha desacelerado en los últimos meses, principalmente debido a las menores presiones de los precios externos de *commodities* y a la moderación de la actividad económica (brecha negativa del producto doméstico). Entre enero y abril, la tasa mensual promedio de la inflación total fue 1,3%, mientras que, entre mayo y septiembre, el promedio se redujo a 0,3%. Asimismo, la tasa interanual de inflación disminuyó de 11,8% en abril a 9,3% en septiembre. En el mismo sentido, las medidas de inflación subyacente han revertido su trayectoria al alza, a excepción de la inflación del IPCSAE, que se ha acelerado levemente y, que se debería fundamentalmente a los efectos de segunda ronda de los choques de precios de *commodities*, especialmente sobre los precios de los servicios.

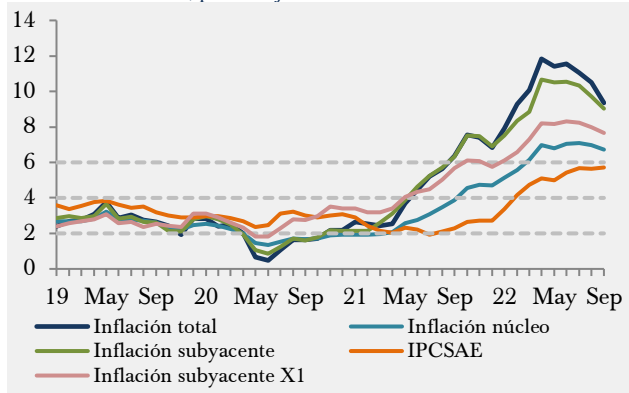
La moderación reciente de la inflación está explicada fundamentalmente por la menor inflación de los alimentos y de la energía. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se redujo de 18,6% en junio a 12,9% en septiembre, mientras que, la tasa interanual de los precios de los combustibles disminuyó de 48% a 36,9% en el mismo periodo. Por su parte, la inflación interanual del IPCSAE aumentó de 5,4% en junio a 5,7% en septiembre.

**Gráfico III.13**  
**Inversión física de la Administración Central**  
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



**Gráfico III.14**  
**Indicadores de inflación**

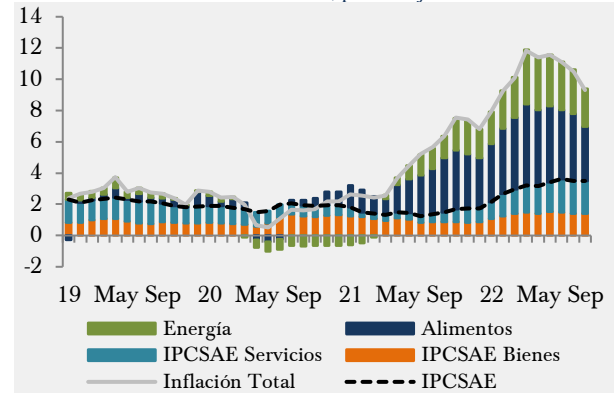
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

**Gráfico III.15**  
**Inflación total**

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



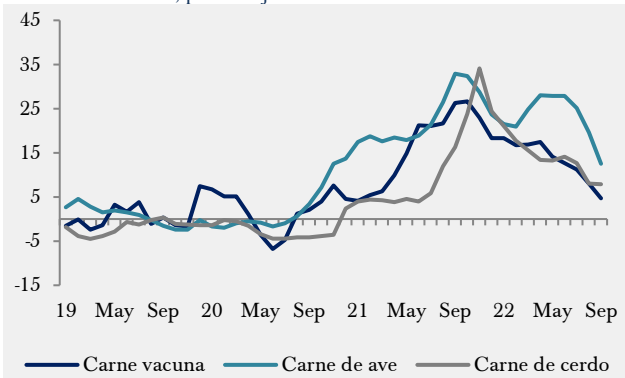
Fuente: BCP

En el tercer trimestre, la variación interanual promedio de la inflación total ascendió al 10,3%, inferior al resultado promedio de 11,6% registrado en el trimestre abril-junio. Por su parte, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras) y, la inflación subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 9,7% y 8,0%, respectivamente, inferiores a las observadas en el segundo trimestre (10,6% y 8,2%, respectivamente). En contrapartida, la inflación núcleo registró una tasa interanual promedio de 6,9% en el tercer trimestre, igual al promedio del segundo trimestre.

La inflación mensual promedió una tasa del 0,4% en el tercer trimestre, resultado menor al 0,7% del segundo trimestre y, a su vez, inferior al promedio del 1% observado en el trimestre comprendido entre julio y septiembre del año 2021. De la misma manera, la inflación núcleo mensual promedió fue 0,5%, levemente inferior al 0,6% del segundo trimestre. En cuanto al indicador subyacente, se verificó una tasa promedio mensual del 0,5%, también inferior a la tasa del 0,9% del segundo trimestre del año 2022. De esta manera, en general se ha verificado menores presiones sobre los precios de consumo en el tercer trimestre.

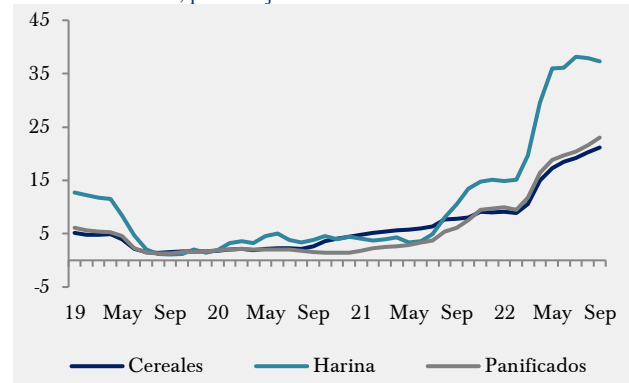
Por otro lado, analizando específicamente los resultados de inflación del tercer trimestre, se destacaron los incrementos de precios de los alimentos, aunque como se ha mencionado, a menor ritmo que en meses anteriores. Por un lado, los aumentos del precio del trigo, que se registraron en el año, han seguido traspasándose a los precios de los productos vinculados, como la harina, los panificados y las pastas alimenticias. Así también, las mantecas y los aceites experimentaron aumentos en respuesta a la escasez de materias primas oleaginosas generada por la sequía agrícola. Con relación a los productos lácteos, se identificaron nuevamente incrementos de precios, resultado atribuido a los persistentes aumentos de costos de producción y de la logística. Por su parte, el rubro de la carne vacuna durante este trimestre presentó incrementos de precios que respondieron a una menor oferta doméstica, debido a la mayor demanda externa. A su vez, los productos sustitutos, como la carne de cerdo, la carne de aves y los pescados verificaron aumentos de precios. En contraste, las menudencias vacunas y los embutidos registraron disminuciones. Cabe mencionar, que los precios de las frutas y hortalizas, tras experimentar subas significativas a inicios de año por la caída de la producción local debido a la sequía, registró una disminución, contribuyendo a atenuar las subas verificadas en la agrupación de los alimentos.

**Gráfico III.16**  
**IPC carne vacuna, cerdo y aves**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

**Gráfico III.17**  
**Inflación de cereales, harina, panificados, lácteos**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Con relación a los precios de los servicios, los mismos han aumentado en términos mensuales a una tasa promedio de 0,2%, inferior al promedio del 0,4% observado en el trimestre anterior y al 0,3% correspondiente al trimestre julio-setiembre del 2021. En este sentido, se destacaron los incrementos de precios en la mayor parte de los servicios de la canasta, como el del empleo doméstico, coincidente con el ajuste del salario mínimo legal vigente a partir del mes de julio pasado. También experimentaron aumentos otros servicios tales como las comidas y bebidas servidas en bares y restaurantes, servicios de mantenimiento del hogar, alquiler de vivienda, reparación de equipos para el hogar, atención médica y odontológica, servicios laboratoriales, servicios hospitalarios, mantenimiento de vehículos, algunos servicios de transporte, servicios veterinarios, servicio de cuidado personal, entre otros. Estos aumentos estarían relacionados con los efectos de segunda vuelta mencionados anteriormente, por los incrementos en los costos de transporte, logística e insumos, y en menor medida, por el último ajuste del salario mínimo legal vigente.

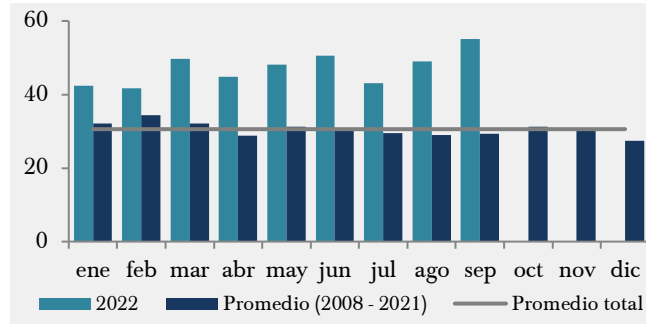
Sin embargo, cabe destacar que en el resultado verificado para los precios de los servicios está incluido el servicio de consumo de energía eléctrica, el cual se ajustó temporalmente a la baja (septiembre a diciembre), como una medida para atenuar impacto de la inflación sobre los hogares. Excluyendo este efecto, el indicador de inflación relacionado a los servicios es incluso mayor, medido a través del IPCSAE servicios (IPC sin alimentos y energía), el cual tuvo una variación en términos de promedio mensual del 0,5%, superior al 0,4% observado en el trimestre anterior, y al 0,3% del trimestre julio-setiembre del 2021. Por su parte, el componente IPCSAE bienes registró una variación mensual promedio de 0,5%, igual al promedio del trimestre anterior. En este componente, se verificaron incrementos de precios en bebidas alcohólicas y tabaco, vestimenta y calzado, bienes para el mantenimiento del hogar, repuestos para vehículos, productos farmacéuticos, artículos de cuidado personal, artículos de limpieza para el hogar y también determinados bienes durables como los muebles y equipos para el hogar, artículos para el cuidado de la salud, y adquisición de automóviles, en línea con el aumento del 3,5% del tipo de cambio nominal (guaraní/dólar) observado en el trimestre.

En relación con los precios de los demás componentes de la energía, los combustibles tocaron su punto más alto en el mes de abril con un aumento interanual del 53,3%, mostrando desde entonces un menor ritmo de crecimiento, ubicándose en septiembre a una tasa del 36,9%. Este comportamiento es explicado por las reducciones acontecidas en el último periodo, sobre todo en los meses de agosto y septiembre. Los precios del gasoil común, gasoil aditivado, nafta común, y nafta súper, así como el gas licuado de uso doméstico, contribuyeron a la moderación mencionada. Aquí cabe mencionar que los menores precios internacionales del petróleo influyeron en las reducciones registradas de los precios locales de los combustibles.

Además de los efectos de segunda vuelta de los choques externos sobre los precios de los servicios, una característica de la inflación de los últimos meses ha sido la elevada difusión. De julio a septiembre de 2022, el promedio de la proporción de

variaciones positivas superiores al 0,333% mensual (i.e. 4% anualizado) fue 49%, levemente superior al 47,8% observado en el segundo trimestre, pero muy por encima de las cifras históricas de difusión de la inflación (30,6% en promedio).

**Gráfico III.18**  
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)  
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



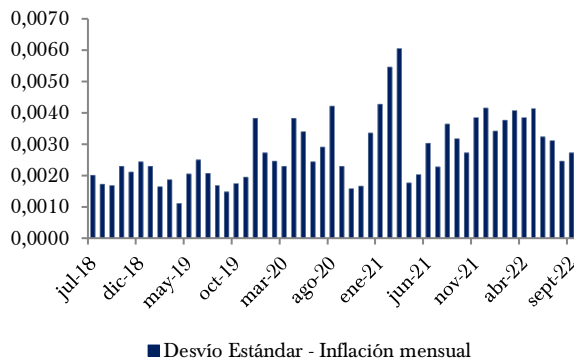
Fuente: BCP

### Expectativas económicas

Uno de los mecanismos de transmisión de la política monetaria más importantes es el canal de las expectativas. Las expectativas que los distintos agentes económicos poseen sobre la trayectoria futura de las principales variables económicas juegan un rol fundamental en la toma de decisiones de los hacedores de política. Para la toma de estas decisiones, no solo son importantes los valores específicos de tales expectativas, sino, sobre todo, la magnitud de los ajustes de estas o las desviaciones con relación a algún valor objetivo. Esto es especialmente importante en el esquema de política monetaria de “Metas de Inflación”, en el que las expectativas de inflación futura pueden afectar la evolución actual de la inflación.

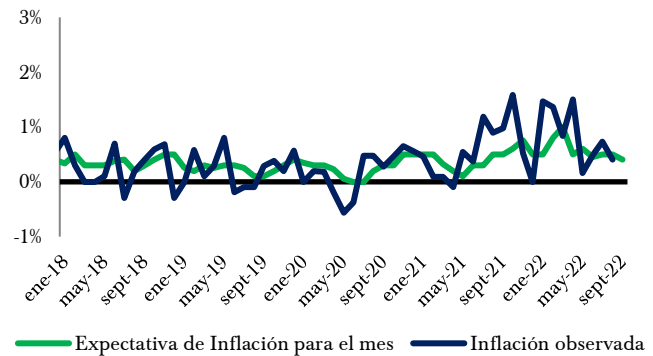
Dado lo anterior, en un contexto de elevada incertidumbre como el actual, es imperiosa la necesidad de seguir de cerca la evolución de las expectativas de las principales variables macroeconómicas, que, en el caso del Banco Central del Paraguay (BCP) son recabadas a través de la Encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE)<sup>3</sup>.

**Gráfico III.19**  
Dispersión de las expectativas de inflación mensual



Fuente: BCP

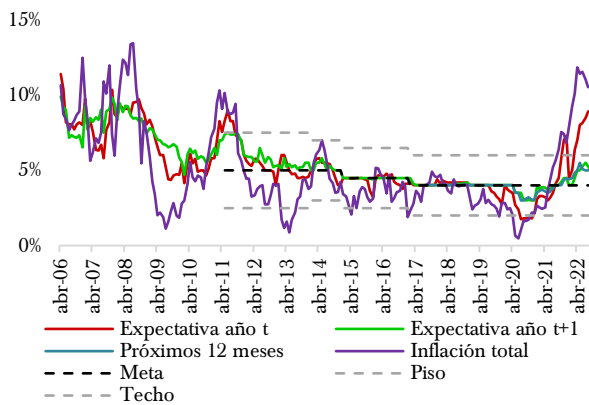
**Gráfico III.20**  
Expectativas de inflación mensual e inflación observada



<sup>3</sup> La encuesta EVE se realiza con frecuencia mensual desde el año 2006.

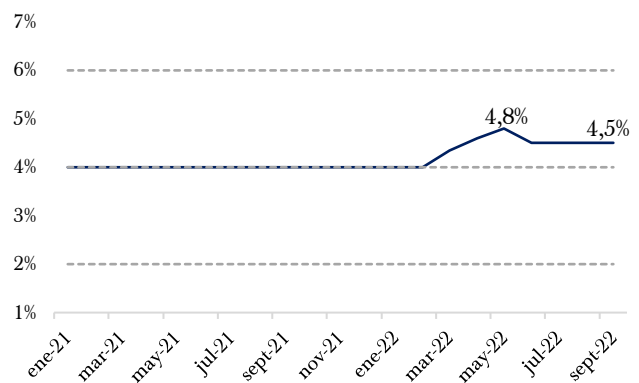
Los ajustes de las expectativas de inflación de corto plazo (presente mes y el siguiente) se han mantenido moderados y, se ha observado una menor dispersión con relación al informe anterior. La expectativa de inflación para cierre del presente año se ha alineado a las proyecciones del IPoM de septiembre, con un leve ajuste alza (8,9%) en las encuestas de agosto y septiembre. No obstante, en línea con la trayectoria descendente de la inflación observa en términos interanuales en los últimos meses, la expectativa de inflación para el siguiente año se ha ajustado a la baja (5,3% en julio a 5,0% en septiembre). Asimismo, para los próximos doce meses las perspectivas pasaron de una inflación de 5,1% a 5,0%. En el horizonte de política monetaria, la expectativa ha permanecido estable en comparación con la encuesta de junio, ubicándose en una inflación de 4,5% (gráficos III.21 y III.22).

**Gráfico III.21**  
Inflación interanual y expectativas de inflación



Fuente: BCP

**Gráfico III.22**  
Expectativas de inflación en el Horizonte de Política Monetaria



Con relación al tipo de cambio nominal (TCN) observado, luego de un comportamiento bastante estable, desde el informe previo, se ha verificado incrementos en el nivel del TCN, sobre todo en los meses de agosto y septiembre. En línea con ello, las expectativas para el corto plazo, se han ajustado levemente alza. Sin embargo, para este año y para el siguiente, los niveles de TCN se han mantenido invariables (Gs. 6.950 para el 2022 y Gs. 6.980 para el 2023).

La expectativa de crecimiento de la actividad económica para el año en curso, se redujo marginalmente de 0,2% en junio a 0,1% en septiembre. No obstante, para el año próximo, la perspectiva de crecimiento del PIB se mantiene en 4,0%.

Las expectativas de los agentes económicos en cuanto al ajuste de la TPM, en general, han sido de menor magnitud respecto de las decisiones efectivamente tomadas por el CPM. Así, aunque en el mes de agosto, la TPM se ajustó en 25 p.b. igual que lo señalado en la encuesta de dicho mes, para el mes siguiente esperaban una mantención de esta. En la encuesta de septiembre, las expectativas para ese periodo y para el mes siguiente indicaban una mantención de la TPM en un nivel de 8,25%, sin embargo, el BCP determinó un incremento de 25 p.b. llevando la TPM a 8,50%. Para el próximo año, los agentes esperan una tasa referencial más baja, en torno a 7,0%.

## IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

### Escenario base de proyección

Desde el IPoM de junio, la economía global ha registrado una desaceleración generalizada y más acentuada de lo previsto. De esta manera, las perspectivas económicas han sido revisadas a la baja para el 2022, con un crecimiento estimado de 2,9% anual, inferior en 0,3 p.p. respecto a la cifra del último IPoM (tabla IV.1). Para el 2023, el pronóstico de crecimiento también ha sido menor, pasando de 3,2% a 2,5%. Tasas de inflación elevadas y el aumento consecuente del costo de vida, el endurecimiento de las condiciones financieras en la mayoría de las regiones del mundo, el conflicto entre Ucrania-Rusia, y la persistencia de la pandemia del COVID-19 en algunos países -particularmente China- explican el deterioro en las perspectivas.

**Tabla IV.1**  
**Crecimiento mundial**  
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Mundo	6,1	3,2	3,2	6,1	2,9	2,5
EE.UU.	5,7	2,5	1,9	5,7	1,6	0,7
Eurozona	5,4	2,7	1,4	5,2	3,0	0,2
China	8,1	4,1	5,2	8,1	3,3	5,0
Brasil	4,8	1,2	1,1	4,8	2,5	0,9
Argentina	10,4	2,8	1,7	10,4	3,5	0,9
Socios comerciales	7,7	1,5	1,5	7,7	2,4	0,8
Socios Mercosur	7,7	2,1	1,5	7,7	3,1	1,0

Fuente: Bloomberg

En Estados Unidos, la previsión de crecimiento para 2022 se redujo 0,9 p.p., situándose en 1,6% anual, explicado por la disminución del ingreso disponible real, en un contexto de elevada inflación, y por su impacto en el consumo, así como por la reducción de la inversión residencial debido a las tasas de interés más altas. Para el año 2023, la tasa prevista de variación anual es de 0,7%, menor a la esperada en el IPoM de junio (1,9%).

En la Eurozona, las perspectivas de crecimiento del PIB para el presente año mejoraron desde el informe anterior, de 2,7% a 3%. Una serie de factores han contribuido a que, en el corto plazo, la desaceleración de la actividad económica sea menos rápida que la anticipada, entre los que se destacan: tasas referenciales de interés en niveles aún bajos y mayores estímulos fiscales. Para el próximo año, las perspectivas se redujeron de 1,4% a 0,2% anual, en línea con la elevada incertidumbre respecto a la guerra en Ucrania, condiciones financieras más restrictivas y una política fiscal más contractiva.

En China, la estimación de crecimiento para el año corriente se redujo 0,8 p.p., ubicándose en 3,3% anual, la cual que estaría explicada por restricciones estrictas que se implementaron para frenar nuevos brotes de contagios, así como por un empeoramiento de la crisis de su mercado inmobiliario. Para 2023, se prevé una tasa anual de crecimiento del 5,0%, levemente por debajo de la tasa estimada en el informe anterior (5,2%).

En cuanto a las perspectivas para los socios comerciales de Paraguay, las estimaciones se revisaron al alza en 0,9 p.p. respecto al IPoM anterior, ubicándose en 2,4%. Este resultado se explica, principalmente, por una mejora en el crecimiento previsto

para los socios comerciales en la región. Para 2023, la proyección anual es de 1,0%, inferior a la del IPoM de junio (1,5%) a la par con el plano internacional más complejo.

En cuanto al PIB de los socios comerciales en el Mercosur, se registró una mejora en las perspectivas para 2022, situándose en 3,1% (2,1% en el informe anterior), mientras que, para 2023 se deterioraron, pasando de una tasa anual de 1,5% a 1,0%. En particular, Brasil verificó una mejora en el segundo trimestre por encima del anticipado y, se espera también, un mejor resultado para el tercer trimestre, en línea con la evolución de los indicadores de actividad y el efecto de los estímulos fiscales recientemente aprobados. De esta manera, la proyección de crecimiento para la economía brasileña se revisó al alza de 1,2% a 2,5% para 2022. En Argentina, en el segundo trimestre, el PIB creció por encima de lo esperado, explicado por los sectores no agropecuarios, especialmente, los servicios, haciendo que la tasa de crecimiento prevista para el 2022 pase de 2,8% a 3,5%. Para 2023, se espera un crecimiento de 0,9% tanto para Brasil como para Argentina, por debajo de lo previsto en el informe anterior (1,1% y 1,7%, respectivamente).

Respecto de los precios, las tasas de inflación permanecieron elevadas y, en general, las proyecciones aumentaron respecto al informe anterior.

En Estados Unidos, conforme a estimaciones de *Consensus Forecasts*, se espera una variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de 8,0% para 2022, por encima del pronóstico del informe anterior (7,9%), mientras que, para 2023, se estima una inflación de 3,9% anual. Por otro lado, la inflación núcleo medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 5,0% en 2022, también por encima de la tasa prevista en julio (4,9%), en tanto que en 3,5% para 2023. En la Eurozona, la inflación anual prevista para 2022 pasó de 7,5% en julio a 8,3% en octubre. Para 2023, se espera una tasa de inflación de 5,8%.

En Argentina, se estima una inflación del 97,7% para el cierre del año, por encima del 81,7%, reportado en el IPoM anterior. En el 2023, la tasa de inflación se ubicaría en 90,5%. En Brasil, se verificó un descenso importante en las perspectivas de inflación para 2022, pasando de una tasa de 8,0% a 5,8% anual y, para 2023, se proyecta una inflación anual de 4,9%.

Por su parte, el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría, en promedio, en 2,4% anual en 2022, superior a la cifra prevista en el informe anterior (2,0%); para 2023, el rendimiento a tres meses estaría en torno al 4,1% anual. El rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años sería de 3,2% anual para 2022, por encima del 3,0% reportado en el informe previo. Para el 2023, la tasa se situaría en 3,7%.

En el escenario local, la proyección de crecimiento del PIB de 2022 se mantuvo en 0,2%, aunque, al igual que en el IPoM anterior, hubo una recomposición sectorial y por componentes del gasto. En el sector primario, se mantienen las tasas de crecimiento negativas de agricultura (-13%) y ganadería (-2,5%) previstas en el informe anterior. En el sector secundario, se ajustó al alza el pronóstico de manufactura, mientras electricidad y agua se mantiene sin variaciones, en tanto que el sector de la construcción continuó corrigiéndose a la baja. Por otra parte, se prevé un mayor ritmo de expansión en el sector terciario explicado por ajustes al alza en gobierno general y comercio, mientras que, se prevé una mayor desaceleración en otros servicios. Por el lado de la demanda, el consumo de hogares cerrará el año con un crecimiento en torno al 2%, inferior a la tasa prevista en el IPoM previo (2,6%), en respuesta a un menor consumo de bienes no durables y de los servicios. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se corrigió a la baja, explicada por una caída en la construcción, pero atenuada por el componente de maquinaria y equipo. El consumo público se mantendría en zona de contracción, en línea con el plan de convergencia fiscal. Entretanto, en lo externo, las perspectivas siguen mejorando, con revisiones al alza tanto en las exportaciones como en las importaciones.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-11,6</b>	<b>-9,2</b>	<b>-0,9</b>
Agricultura	-18,1	-13,0	-0,9
Ganadería	6,0	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	6,7	1,3	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>4,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>
Manufactura	6,7	1,0	0,2
Construcción	12,8	-2,0	-0,1
Electricidad y Agua	-8,6	2,8	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>6,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
Gobierno General	-2,9	0,5	0,0
Comercio	15,3	2,8	0,3
Otros Servicios <sup>4</sup>	7,3	1,7	0,5
Impuestos	9,0	0,7	0,1
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	1,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
<b>PIB</b>	<b>4,1</b>	<b>0,2</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>10,0</b>	<b>2,7</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>26,3</b>	<b>8,8</b>
Formación bruta de capital fijo	18,6	1,1
<b>Consumo total</b>	<b>5,6</b>	<b>0,7</b>
Consumo privado	5,7	2,0
Consumo público	5,3	-5,5
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>2,2</b>	<b>-5,7</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>21,4</b>	<b>2,0</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-6,0
FBKF (% del PIB nominal)	22,7	24,5

(f) Proyección

La proyección de inflación para el 2022 se ajustó de 8,8% a 8,6%, mientras que, el pronóstico se mantuvo en 4,1% para el 2023. Conforme a lo previsto, las menores presiones de los precios externos observadas en el tercer trimestre, el moderado dinamismo de la actividad económica local -brecha de producto negativa- y la transmisión de los ajustes de la tasa de política monetaria contribuyeron a contener la aceleración de la inflación doméstica en el último periodo. La moderación reciente de la inflación fue mayor a la prevista, reduciendo el punto de partida para las proyecciones de mediano plazo. De esta manera, la proyección de inflación para el 2022 se redujo a 8,6%. A su vez, se espera que la inflación ingrese al rango meta antes de lo previsto para converger gradualmente a niveles cercanos al 4% hacia finales del 2023.

### Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2023(f)	2024(f)
Inflación IPC diciembre (*)	6,8	8,6	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	6,9	8,4	4,1	
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 tercer trimestre de 2024.

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

### Escenarios de riesgos

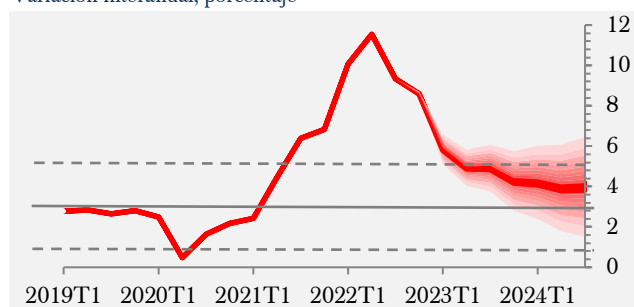
En el entorno internacional, persiste la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, con un claro sesgo hacia un resultado más pesimista. Presiones inflacionarias más persistentes, mayor deterioro en las condiciones financieras globales y un nuevo escalamiento en la guerra Ucrania-Rusia son los principales factores de riesgo para las proyecciones de crecimiento mundial. Se espera que, junto con la revisión a la baja en las perspectivas económicas globales y condiciones financieras más estrictas, la inflación comience a moderarse, no obstante, varios factores podrían generar nuevas presiones en los precios. En particular, los costos de la energía seguirán siendo sensibles a las decisiones de los principales países productores de petróleo y, en especial, a los acontecimientos relacionados con el conflicto en Ucrania. Nuevas presiones inflacionarias podrían implicar una política monetaria aún más contractiva, lo cual generaría efectos negativos sobre una economía global ya debilitada. En este contexto, una respuesta adecuada de la política monetaria y fiscal se torna más difícil, haciendo que los riesgos de una mayor persistencia de la inflación, pérdida de credibilidad del banco central y desanclaje de las expectativas se vuelvan relevantes, especialmente en mercados emergentes. Así también, estas economías se encuentran más expuestas a depreciaciones cambiarias y salidas de capital ante un fortalecimiento del dólar resultante de una mayor aversión al riesgo. Adicionalmente, mayores ajustes a los esperados en las tasas referenciales de economías avanzadas aumentarían los costos de financiamiento a nivel mundial, pudiendo generar consecuencias económicas negativas en aquellos países con elevado endeudamiento y limitado espacio fiscal. Por último, si bien las perspectivas en China se han debilitado en línea con la contracción registrada en su sector inmobiliario y las estrictas medidas de confinamiento para frenar los contagios por COVID-19, existe la posibilidad de un escenario más deprimido caracterizado por nuevos brotes de contagios y un mercado inmobiliario con efectos más negativos en el sistema financiero.

En cuanto a los principales socios comerciales del país, si bien las perspectivas económicas se revisaron al alza para 2022, los riesgos derivados del panorama fiscal se han acentuado. En Brasil, persiste la incertidumbre sobre el futuro del marco fiscal del país, acrecentada luego de las medidas implementadas por el gobierno para frenar el precio de los combustibles y mitigar el impacto de la elevada inflación sobre las familias más vulnerables. Además, el riesgo soberano podría verse afectado si las tensiones políticas aumentan en el marco de las elecciones presidenciales. En Argentina, persiste la incertidumbre respecto del cumplimiento de las metas acordadas con el Fondo Monetario Internacional. El escenario internacional más complejo podría significar mayores primas de riesgo y presiones cambiarias para la economía argentina.

En el plano local, los riesgos para la actividad económica se derivan principalmente de la evolución del clima. En los últimos meses, el clima ha mejorado de manera importante beneficiando a los cultivos de soja (zafría), maíz y trigo. Además, hasta el momento, se ha observado una buena evolución de la siembra de la soja (zafra 2022/2023) en las distintas regiones productivas del país. Sin embargo, persisten las probabilidades de que se registre nuevamente una sequía (“la niña”) en los próximos meses, que, en caso de materializarse, tendría sus implicancias sobre la actividad económica, la demanda interna, las exportaciones y el tipo de cambio.

Gráfico IV.1

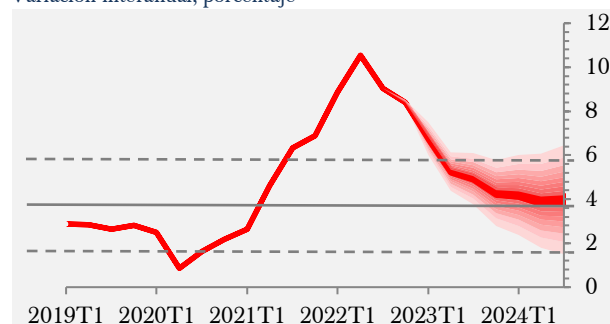
Proyección de inflación total  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico IV.2

Proyección de inflación subyacente  
Variación interanual, porcentaje



## Recuadro I: Análisis de los efectos de segunda ronda de los choques de precios de *commodities*

### Introducción

En Paraguay, los alimentos tienen una alta participación en la canasta de consumo de los hogares y el uso de los derivados del petróleo sigue siendo importante en el proceso de producción. Por lo tanto, los choques de precios de *commodities* pueden tener efectos relevantes en la dinámica de la inflación local. De hecho, la aceleración de la inflación en Paraguay registrada desde mediados del 2021 fue impulsada principalmente por el fuerte repunte de los alimentos y del petróleo en los mercados internacionales.

La política monetaria, si bien no puede afectar la evolución de los precios de *commodities*, sí puede influir en atenuar el grado de traspaso a otros precios no vinculados directamente a los *commodities*, es decir, puede contribuir a mitigar los llamados efectos de segunda ronda. Cuánto más elevados sean estos efectos de segunda ronda, la política monetaria debe mantenerse más cautelosa y actuar más agresivamente ante choques exógenos para señalar a los agentes económicos el compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios y, de esa manera, contribuir a mantener las expectativas ancladas a la meta de mediano plazo.

En este contexto, este apartado tiene el objetivo de estimar la existencia y la magnitud de los efectos de segunda ronda de los choques de precios de *commodities*.

### Efectos de segunda ronda

Según Ruch y du Plessis (2015), los efectos de segunda ronda se transmiten a través de dos canales: costos y expectativas. El canal de costos se refiere al impacto directo en el costo marginal de una empresa cuando, por ejemplo, aumenta el precio de la energía que se utiliza en el proceso de producción de otros bienes y servicios. El canal de expectativas se refiere a la respuesta de los salarios a un choque de precios relativos. Si los trabajadores perciben que el *shock* es permanente o tienen

poder de negociación para aumentar los salarios, entonces las mayores expectativas de inflación impulsarán la demanda de salarios nominales más altos. De este modo, según los autores, los impactos combinados de los canales de costos y expectativas incrementan la inflación subyacente.

### Evidencia empírica internacional

Gelos y Ustyugova (2012), utilizando datos de 31 economías avanzadas y 61 economías emergentes y en desarrollo, para el periodo 2001 – 2010, estimaron la siguiente regresión:

$$\pi_t^{total} - \pi_{t-12}^{total} = \alpha + \beta(\pi_{t-12}^{total} - \pi_{t-12}^{suby}) + \epsilon_t$$

La idea del ejercicio es que, si la inflación total revierte rápidamente a la inflación subyacente<sup>5</sup>, entonces el impacto de los *shocks* de los precios internacionales de alimentos y energía es temporal y los efectos de segunda ronda son, probablemente, limitados. Si la inflación total regresa a la subyacente, se espera que el coeficiente  $\beta$  sea negativo. Los autores encontraron que, en la mayoría de los casos, los coeficientes estimados fueron negativos y estadísticamente diferentes de cero. Los coeficientes resultaron ser más pequeños (mayores en valores absolutos) para las economías avanzadas (media= -1,1, mediana= -1,2) que para las economías emergentes (media= -0,8, mediana= -0,9). Esto implica que, la inflación en economías avanzadas se ha revertido más rápido a la subyacente.

Por otro lado, los autores también evaluaron si la inflación subyacente revirtió a la inflación general. Si esto ocurrió, sería un indicio de que los choques a la inflación general (por ejemplo, aquellos causados por los aumentos de precios de *commodities*) afectaron a la inflación subyacente, ya sea mediante el aumento de los costos o vía expectativas. Para ello, estimaron la siguiente regresión:

<sup>5</sup> Inflación sin alimentos y energía.

$$\pi_t^{suby} - \pi_{t-12}^{suby} = \gamma + \delta(\pi_{t-12}^{suby} - \pi_{t-12}^{total}) + \epsilon_t$$

Si  $\delta$  es igual a 0, la inflación subyacente no revierte a la inflación general, mientras que un coeficiente de -1 implica una reversión total. Los resultados fueron los siguientes: para 25 de 62 países, no se pudo rechazar la hipótesis de que la inflación subyacente no revierte a la inflación total. Sin embargo, para muchos países, se encontró evidencia de efectos de segunda ronda.

Cecchetti y Moessner (2008), al examinar los datos de 19 países, encontraron que la inflación subyacente no ha tendido a volver al nivel general, lo que sugiere que los precios más altos de las materias primas generalmente no han generado fuertes efectos de segunda ronda sobre la inflación en esos países.

Por otra parte, Ruch y du Plessis (2015), utilizando datos de Sudáfrica para el periodo 1994Q1-2014Q2, encontraron evidencia de que los efectos de segunda ronda de los choques de precios de alimentos y energía han sido importantes. Los resultados muestran que, ante un choque del 1% en los precios relativos de los alimentos, la gasolina y la energía, se genera un aumento del 0,3% tanto en el costo laboral unitario como en la inflación subyacente aproximadamente un año después del choque. El aumento de la inflación subyacente se debió a los canales de expectativas y costos, ya que los hogares y las empresas aumentaron los salarios y los precios de otros bienes y servicios de la economía.

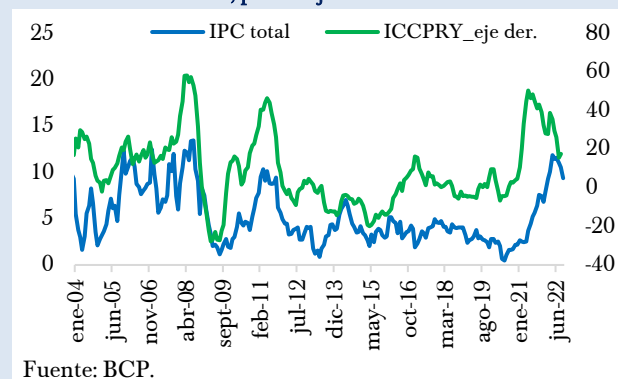
### Una mirada a los datos

A lo largo de los últimos años, las oscilaciones en los precios internacionales de *commodities* (ICCPRY)<sup>6</sup> se han traspasado a la inflación local, principalmente vía aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles (gráfico I). Por su parte, la inflación del IPC sin alimentos y energía<sup>7</sup> (IPCSAE) parece haber tenido una correlación más fuerte con la evolución del tipo de cambio nominal, que con el ICCPRY (gráfico II). Otra característica de los datos es que se observó cierta relación

inversa entre el tipo de cambio nominal y el ICCPRY, excepto en el último periodo. Puede notarse que, a diferencia de episodios anteriores, desde finales del 2021, la inflación del IPCSAE fue impulsada principalmente por otros factores distintos al tipo de cambio, que, en este caso, se explicaría por el significativo incremento de los precios de los alimentos y de los combustibles y su traspaso a otros bienes y a los servicios.

**Gráfico I**  
ICCPRY e IPC total

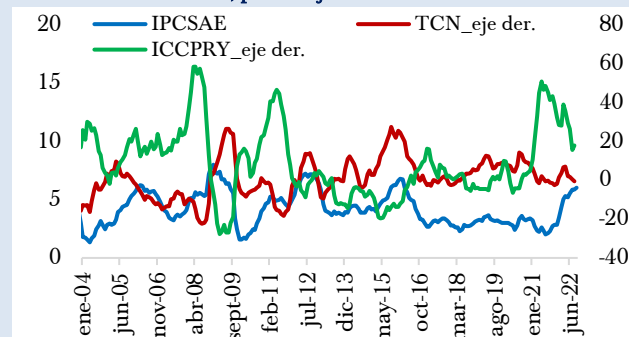
Variaciones interanuales, porcentajes



Fuente: BCP.

**Gráfico II**  
ICCPRY, TCN e IPCSAE

Variaciones interanuales, porcentajes



Fuente: BCP.

### Análisis de los efectos de segunda ronda en Paraguay

<sup>6</sup> El Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY) es un índice ponderado de los precios internacionales de: carne vacuna, maíz, café, trigo, carne de cerdo, arroz, banana, azúcar, aceite de soja, aceite de girasol, petróleo y gas natural. Más detalles en el recuadro II del IPoM de marzo 2021.

<sup>7</sup> Se refiere específicamente a la inflación del IPC sin alimentos, combustibles y servicios tarifados.

Siguiendo la misma metodología de Gelos y Ustyugova (2012), se estimaron los coeficientes  $\beta$  y  $\delta$  utilizando los datos de inflación total y la inflación del IPCSAE para dos periodos (enero 1996 - agosto 2022 y enero 2004- agosto 2022).

**Tabla I**  
**Coefficientes estimados**

Coefficientes estimados	Enero 1996-agosto 2022	Enero 2004 – agosto 2022
$\beta$	-0,85***	-0,83***
$\delta$	-0,11*	-0,10*

\*\*\*, \*\*, \* indican significancia estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Los  $\beta$  estimados son negativos y estadísticamente significativos. Además, no se pueden rechazar las hipótesis nulas de que son iguales a -1, lo cual indicaría que la inflación total revierte completamente a la subyacente en el periodo de un año. Este resultado sugiere que los choques de precios de *commodities* han tenido efectos transitorios sobre la inflación o, dicho de otra manera, que los efectos de segunda ronda han sido limitados. En el mismo sentido, los coeficientes  $\delta$  apuntan a que la inflación subyacente no revierte a la total o que lo hace muy gradualmente. De hecho, al 5% de significancia no se han podido rechazar las hipótesis nulas de que los  $\delta$  son iguales a 0.

Otra manera de analizar el impacto de los precios de los *commodities* sobre la inflación del IPCSAE<sup>8</sup> es mediante la estimación de una curva de Phillips aumentada por precios de *commodities*, calculando el efecto traspaso de largo plazo, una metodología similar a la seguida por Gelos y Ustyugova (2012):

$$\pi_t = \alpha + \sum_{i=1}^n \delta_{t-i} \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{t-i} imaep_{t-i} + \sum_{i=0}^p \phi_{t-i} iccpry_{t-i} + \sum_{i=0}^q \vartheta_{t-i} tcn_{t-i} + \varepsilon_t$$

<sup>8</sup> Se utilizó la inflación del IPC sin alimentos, combustibles y servicios tarifados, teniendo en cuenta que excluye los productos más vinculados con los precios de *commodities*.

$$ET = \frac{\sum_{i=0}^p \phi}{1 - \sum_{i=1}^n \delta}$$

La variable dependiente es la variación interanual de la inflación del IPCSAE, mientras que, las variables explicativas incluyen a los rezagos de la variable dependiente, a los valores actuales y rezagados de las variaciones interanuales del indicador de actividad económica (*imaep*) y del Índice de Precios de *Commodities* Compuesto de Paraguay (*iccpry*). También fue incluida la variación interanual del tipo de cambio nominal (*tcn*) como una variable de control, teniendo en cuenta su relevancia para algunos componentes contenidos en el IPCSAE, como los bienes durables. La muestra abarca el periodo enero 2004 a agosto 2022. Los rezagos fueron seleccionados en función al criterio de Akaike. Conforme a los resultados, el efecto traspaso de largo plazo de un shock de 1 p.p. en el *iccpry* a la inflación del IPCSAE se ubicaría en torno a 0,034 p.p., cifra bastante baja, comparada con el traspaso a la inflación del IPC general, el cual que se sitúa en niveles cercanos a 0,15 p.p. Esto indicaría que los efectos de segunda ronda de los choques de precios de *commodities* han sido relativamente bajos en los últimos años.

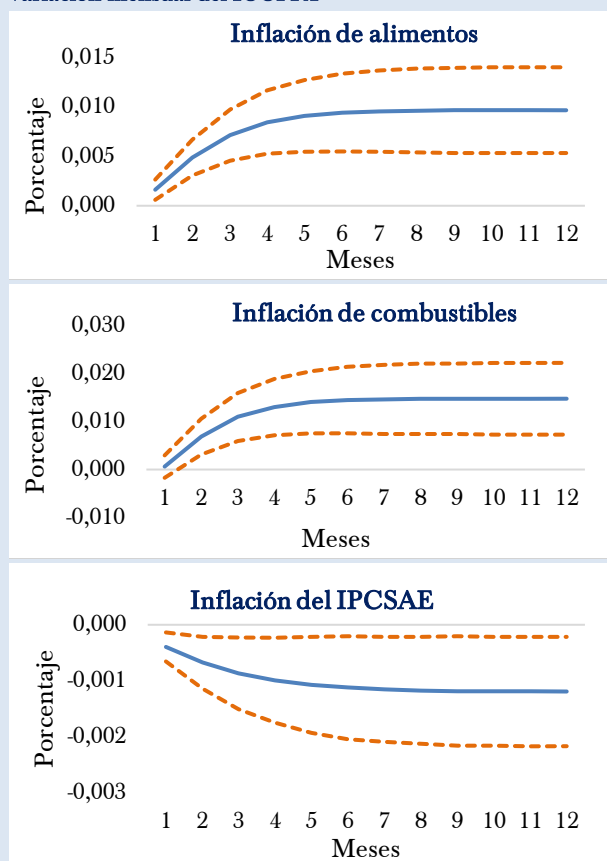
Finalmente, se ha procedido a una estimación de un modelo de Vectores autorregresivos (VAR), para analizar las respuestas de la inflación de alimentos, combustibles y del IPCSAE a los choques de precios de *commodities*. En la especificación formulada, las variables domésticas incluidas fueron el indicador agregado de actividad económica (*imaep*), el índice de precios de los combustibles (*combu*), el índice de precios de alimentos (*alim*), el índice de precios que excluye energía y alimentos (*ipc\_sae*), el rendimiento promedio ponderado de los instrumentos de regulación monetaria del BCP (*irm*) y el tipo de cambio nominal guaraní/dólar (*tcn*). Asimismo, se incluyó el Índice de Precios de *Commodities* (*iccpry*) como variable internacional. Como es usual en economías pequeñas y abiertas, se asumió que las variables domésticas no tienen impacto sobre las variables externas<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Todas las variables fueron desestacionalizadas y expresadas en diferencias logarítmicas, con excepción de la tasa de interés (*irm*). La muestra considerada fue enero 2004 a agosto 2022.

Conforme a los resultados, ante un *shock* en el índice de precios de *commodities*, se observa un efecto en la misma dirección sobre la inflación de los combustibles y de alimentos, pero no así sobre la inflación del IPCSAE. Esto sugiere, en alguna medida, que los efectos de segunda ronda de los choques de *commodities* han sido limitados en el periodo considerado y/o que otros factores, como el tipo de cambio y la reacción de la política monetaria, han estado operando para contrarrestar el impacto sobre el IPCSAE.

### Gráfico III

Respuestas acumuladas a un shock de 1 desvío estándar en la variación mensual del ICCPRY



Una probable explicación a los resultados observados para el IPCSAE puede deberse a la relación inversa que se observó entre el tipo de cambio nominal y los precios de los *commodities* en gran parte del periodo considerado. En los datos puede observarse que, generalmente, en periodos de subas de precios de *commodities*, el tipo de cambio local se apreciaba. Esto contribuyó, por un lado, a atenuar el impacto directo de los precios de los *commodities* sobre los precios locales de los combustibles y

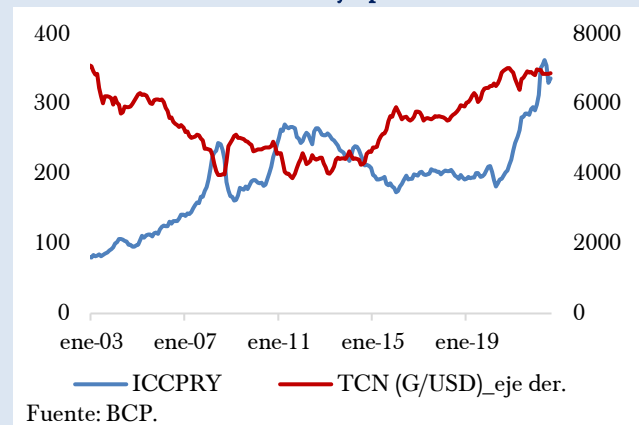
los alimentos y, por el otro, a influir en la inflación del IPCSAE, especialmente sobre aquellos componentes más vinculados al tipo de cambio, como los bienes durables. De hecho, al separar el IPCSAE total en sus principales componentes, se observa una correlación negativa del ICCPRY con el IPCSAE bienes, pero una correlación positiva, aunque baja, con el IPCSAE servicios.

Otro elemento para considerar es la reacción endógena de la política monetaria ante un *shock* de precios de *commodities*, que pudo haber afectado la dinámica de la inflación del IPCSAE a través de su efecto sobre la actividad económica y sobre el tipo de cambio.

En el periodo más reciente, sin embargo, no se observó la relación inversa el tipo de cambio y los precios de *commodities* mencionado anteriormente. En el último periodo, los precios de las materias primas aumentaron significativamente, pero el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable. En este contexto, los efectos directos e indirectos del choque externo pudieron haberse amplificado con relación a años anteriores.

### Gráfico IV

Índice de Precios de *Commodities* y tipo de cambio nominal



Fuente: BCP.

### Comentarios finales

Los choques de precios de *commodities* han afectado a la inflación local, fundamentalmente a través del impacto directo sobre los precios de los alimentos y de los combustibles. Los resultados presentados en este recuadro sugieren que los efectos de segunda ronda han sido relativamente limitados y, una probable explicación a este fenómeno podría derivarse de la relación inversa que se ha observado entre el tipo de cambio y los precios

de los *commodities* (excepto en la última parte de la muestra considerada).

Además, de ello, se ha podido constatar la reacción proactiva de la política monetaria ante escenarios de presiones inflacionarias derivadas de factores externos, la cual también pudo haber contribuido a moderar los efectos de segunda ronda, especialmente los que podían derivarse de un desanclaje de las expectativas de inflación.

Particularmente, en el último periodo (desde mediados del 2020) no se observó la relación inversa entre el tipo de cambio y los precios de los *commodities* que se ha observado en episodios anteriores, y esto representaba un nuevo escenario -y más complejo- para la política monetaria, en el cual los efectos de segunda vuelta podrían ser más relevantes. Así, el BCP ha estado ajustando la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde agosto de 2021, con el principal objetivo de señalar al mercado su compromiso con la meta de inflación en el mediano plazo y minimizar estos efectos de segunda vuelta de los choques de precios de *commodities*.

### **Bibliografía**

Cecchetti, Stephen C. and Richhild Moessner, 2008, "Commodity Prices and Inflation Dynamics," BIS Working Paper.

Gelos Gaston & Yulia Ustyugova, Inflation Responses to Commodity Price Shocks - How and Why Do Countries Differ? (September 2012). IMF Working Paper No. 12/225.

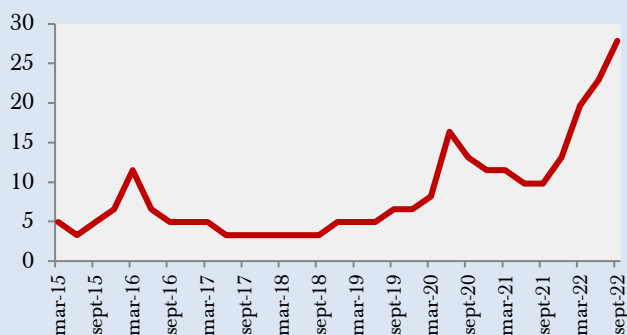
Ruch Franz & Stan du Plessis, 2015. "Second Round Effects from Food and Energy Prices an SBVAR approach," Working Papers 7008, South African Reserve Bank.

## Recuadro II: Independencia del banco central y riesgo soberano en economías emergentes

### Introducción

Desde el 2021, diversos factores han presionado a la inflación global al alza, tanto en economías avanzadas como emergentes. Frente a este escenario, los bancos centrales han iniciado el ciclo de ajuste al alza de sus tasas de referencia de política monetaria. Este aumento ha aumentado los costos de financiamiento en moneda doméstica. Al mismo tiempo, el aumento de tasas junto con el mayor deterioro de las condiciones económicas internacionales, han presionado a un aumento del costo de financiamiento, tanto de la tasa libre de riesgo como del riesgo soberano que deben pagar los gobiernos en economías emergentes para obtener financiamiento en moneda extranjera (gráfico I).

**Gráfico I**  
Costos de financiamiento externo (\*)  
Porcentaje



Fuente: Elaboración en base a datos de Bloomberg.

(\*): porcentaje de economías emergentes cuyo riesgo soberano, medido por el Emerging Market Bond Index (EMBI) supera los 1000 puntos base.

En ese sentido, por un lado, desde principios de los 90 los bancos centrales recibieron independencia *de jure* y se les delegó el mandato de la estabilidad de precios. Es decir, las decisiones de un banco central independiente tienen como prioridad mantener la inflación baja y estable. Por otro lado, estas decisiones tienen implicancias en el costo de financiamiento que enfrentan los gobiernos. Esto

podría llevar a considerar que una mayor independencia del banco central estaría relacionada con costos de financiamiento más elevados para los gobiernos. No obstante, una visión alternativa sugiere que, si en una economía el banco central no es independiente, el premio por riesgo que exigirán los mercados será mayor porque los incentivos para no cumplir con los compromisos de deuda van a ser mayores si el gobierno puede acceder a financiamiento por parte del banco central.

Al respecto, este recuadro presenta una evaluación empírica de la asociación entre la independencia del banco central y el riesgo soberano en economías emergentes, controlando por factores macroeconómicos e institucionales. En la primera sección, se incluye un resumen de la literatura relacionada y un índice de independencia que mide el grado de autonomía legal que posee un banco central. A continuación, se presentan el modelo propuesto para evaluar la pregunta considerada y sus resultados. El recuadro concluye con una discusión de las implicancias, el alcance y las limitaciones de los resultados presentados.

### Medición y evolución del grado de independencia del banco central

Desde el punto de vista legal o *de jure*, la independencia del banco central indica el grado de independencia que la sociedad, a través de sus instituciones políticas, decide asignar al banco central<sup>10</sup>. Cuckierman et al. (1992) propone un índice de independencia legal del banco central en una escala de cero (nivel más bajo de independencia) a uno (nivel más alto de independencia). Para su construcción, utiliza cuatro criterios principales (con los basados en: proceso de nombramiento del directorio del banco central; diseño de la política del banco central y resolución de conflictos con el gobierno; objetivo de política monetaria; limitaciones de financiamiento al gobierno<sup>11</sup>). Recientemente, Garriga

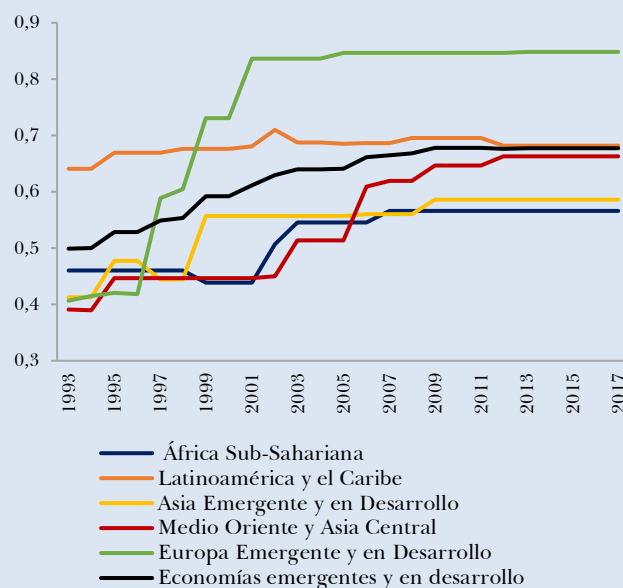
<sup>10</sup> Alternativamente, se puede evaluar el grado de independencia del banco central desde el punto de vista *de facto*.

<sup>11</sup> Se construyen dos índices agregados: uno como promedio simple de los indicadores y otro asignando distintas ponderaciones a cada indicador.

(2016) y Romelli (2018) incorporaron al índice el criterio de autonomía financiera del banco central.

El gráfico II muestra la evolución del índice de independencia del banco central en economías emergentes y en desarrollo por regiones y a nivel agregado construido por Cuckierman et al. (1992). En general, las reformas legales aumentaron el grado de independencia de los bancos centrales desde inicios de los 90. En el caso particular de América Latina y el Caribe se observó, en promedio, un retroceso en el indicador luego del 2010.

**Gráfico II**  
Independencia del banco central  
Índice



Fuente: Cuckierman et al. (1992).

### Literatura relacionada

El interés de la importancia de la independencia del banco central ha estado asociado principalmente en el control de la inflación. Alesina y Summers (1993), Cuckierman et al. (1992), Jácome y Pienknagura (2022), entre otros, encuentran que la independencia del banco central en países en desarrollo está asociada a una inflación más baja. Una de las explicaciones para este resultado es que, aislando al banco central de presiones políticas, se contribuye a la construcción de su

credibilidad para el control de la inflación, como menciona Garriga y Rodríguez (2020).

Más recientemente, otros estudios se han centrado en la interacción entre sostenibilidad de la deuda pública y el manejo de la política monetaria. Arellano et al. (2020) encuentra con un modelo estructural que un banco central que siga una regla de política, con el objetivo de mantener la inflación estable, también disciplina el comportamiento de la política de deuda del gobierno, contribuyendo a mantener el riesgo soberano más bajo. Asimismo, Martínez et al. (2022) recomienda fortalecer la credibilidad de la política monetaria como una de las medidas para mitigar el aumento del riesgo soberano.

### Datos y metodología

La muestra para el estudio incluye datos anuales a 35 economías emergentes y en desarrollo para el periodo 1993-2017 (tabla I). Para la estimación, se considera la especificación del siguiente modelo, similar a Heinemann et al. (2014):

$$\ln(EMBI)_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 IBC_{i,t} + \Gamma_1 X_{i,t}^C + \epsilon_{it}$$

donde  $\ln(EMBI)_{i,t}$  es el logaritmo natural del riesgo soberano (medido por EMBI) del país  $i$  en el periodo  $t$ ,  $IBC_{i,t}$  es una medida del grado de independencia del país  $i$  en el periodo  $t$  (medido por el índice no ponderado de Cuckierman et al.;1992),  $X_{i,t}^C$  son las variables de control que afectan al riesgo soberano del país  $i$  en el periodo  $t$ ,  $\alpha_i$  son las características del país  $i$  invariantes en el tiempo y  $\epsilon_{it}$  es el término de error.

Las variables macroeconómicas de control que se incluyen son: crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), inflación, deuda pública externa (porcentaje del PIB), reservas internacionales (porcentaje del PIB), tasa de bonos de 3 meses del tesoro de Estados Unidos. Además, se incluyen variables *dummy* para periodos en que los países cuentan con una regla fiscal y para controlar por periodos en que los países experimentaron crisis políticas, cambiarias y financieras, así como para periodos donde los países recibieron programas de asistencia con el Fondo Monetario Internacional. Esta selección de variables es siguiendo a Arellano (2008),

Thrornton y Vasilakis (2017), Tebaldi et al. (2018) y Heinemann et al. (2014).

**Tabla I**

**Países incluidos en la muestra**

Argentina	México
Brasil	Marruecos
Bulgaria	Nigeria
Chile	Pakistán
China	Panamá
Colombia	Perú
República Dominicana	Filipinas
Ecuador	Polonia
Egipto	Rusia
Gabón	Sudáfrica
Georgia	Sri Lanka
Ghana	Túnez
Hungría	Turquía
Indonesia	Ucrania
Jamaica	Uruguay
Kazajstán	Venezuela
Líbano	Vietnam
Malasia	

**Resultados**

La tabla II resume los resultados de la estimación. Se encuentra que la independencia del banco central está asociada a un costo de financiamiento externo más bajo. Este resultado es estadísticamente significativo al 5% en el modelo (1) estimado con Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) con efectos fijos.

Además, para considerar que los errores entre los países considerados pueden estar correlacionados, el modelo (2) corrige esto con la clusterización de los errores. Al realizar esta corrección con un MCO con datos agrupados, si bien los errores estándar (en paréntesis) son mayores como se esperaba, el estimador sigue siendo significativo, aunque al 10%.

Cabe mencionar además que el resultado es significativo al controlar por otras variables relacionadas al mandato del banco central que están asociadas con condiciones de financiamiento más favorables. Por ejemplo, un mayor nivel de reservas internacionales (porcentaje del PIB) está

asociado a un costo de endeudamiento más bajo y es significativo al 10% en el modelo (1). Además, la estabilidad del sistema financiero doméstico y del mercado cambiario está asociado a un menor costo de financiamiento, todo lo demás constante. Este último resultado es estadísticamente significativo con ambos métodos de estimación.

**Tabla II**

**Resultados de la estimación<sup>(a)</sup>**

**Variable dependiente: Ln(EMBI)**

	Modelo (1)	Modelo(2)
<b>IBC</b>	<b>-1,128**</b> (0.553)	<b>-1,128*</b> (0.599)
PIB p.c.	-0,0266** (0.0132)	-0,0266* (0.0146)
Inflación	9,80E-05 (0.000240)	9,80E-05 (0.000264)
FMI	-0,194* (0.116)	-0,194 (0.133)
Regla fiscal	-0,178* (0.0958)	-0,178 (0.149)
Deuda pública	0,00458** (0.00189)	0,00458 (0.00384)
Cr. Bancaria	0,617** (0.300)	0,617* (0.334)
Cr. Cambiaria	0,444*** (0.143)	0,444** (0.161)
Cr. Política	-0,177 (0.137)	-0,177 (0.171)
Reservas	-0,704* (0.397)	-0,704 (0.633)
T-bill3M	0,00344 (0.0201)	0,00344 (0.0256)
N	397	397
R <sup>2</sup>	0,558	0,558

Errores estándar robustos en paréntesis.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

(a): Método de estimación. Modelo (1): MCO con efectos fijos y (2): MCO con datos agrupados.

## Comentarios finales

Tradicionalmente, el interés por la autonomía del banco central se centró en que es un requisito para la estabilidad de precios. Los resultados presentados en este recuadro, si bien no permiten concluir que existe un efecto causal entre la independencia legal de un banco central y el riesgo soberano, sirven como una primera aproximación para evaluar empíricamente la importancia de la independencia legal del banco central para el costo de endeudamiento externo. Esto proveería una motivación adicional para mantener y fortalecer la autonomía de los bancos centrales de las economías emergentes y en desarrollo.

## Referencias

Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151-162.

Arellano, C., Bai, Y., & Mihalache, G. P. (2020). *Monetary policy and sovereign risk in emerging economies* (NK-default) (No. w26671). National Bureau of Economic Research.

Arellano, C. (2008). Default risk and income fluctuations in emerging economies. *American Economic Review*, 98(3), 690-712.

Cukierman, A., Web, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6(3), 353-398.

Garriga, A. C. (2016). Central bank independence in the world: A new data set. *International Interactions*, 42(5), 849-868.

Garriga, A. C., & Rodriguez, C. M. (2020). More effective than we thought: Central bank independence and inflation in developing countries. *Economic Modelling*, 85, 87-105.

Heinemann, F., Osterloh, S., & Kalb, A. (2014). Sovereign risk premia: The link between fiscal rules and stability culture. *Journal of International Money and Finance*, 41, 110-127.

Jácome, L., & Pienknagura, S. (2022). *Central Bank Independence and Inflation in Latin America—Through the Lens of History*. IMF WP 2022/186.

Martinez, L., Roch, F., Roldán, F., & Zettelmeyer, J. (2022). Sovereign Debt.

Romelli, D. (2018). The political economy of reforms in central bank design: evidence from a new dataset. *Economic Policy*.

Thornton, J., & Vasilakis, C. (2017). The impact of fiscal rules on sovereign risk premia: International evidence. *Finance Research Letters*, 20, 63-67.

Tebaldi, E., Nguyen, H., & Zuluaga, J. (2018). Determinants of emerging markets' financial health: A panel data study of sovereign bond spreads. *Research in International Business and Finance*, 45, 82-93.

## 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. Representa el 63% de la canasta total.

**IPC subyacente:** índice de precios que excluye los precios de las frutas y verduras de la canasta del IPC total.

**IPC subyacente (X1):** índice de precios que, además de excluir los precios de las frutas y verduras, no incorpora los precios de los servicios tarifados y combustibles.

**PIB socios comerciales:** corresponde al crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de Paraguay ponderados por su participación en las exportaciones totales.

**PIB socios Mercosur:** corresponde al crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay que se encuentran dentro del Mercosur, ponderados por su participación en las exportaciones totales al Mercosur.

**PMI (*Purchasing Managers Index*):** indicador macroeconómico que pretende reflejar las perspectivas sectoriales en un país basándose en los datos recabados por una encuesta mensual a las empresas más representativas que realizan los gestores de compras. Sirve para medir el estado en el que se encuentra un sector de la economía en relación con meses anteriores. Los datos se presentan como índices de difusión, en los cuales un valor por encima de 50 indica una expansión respecto al mes anterior, mientras que una cifra por

debajo de 50 señala una contracción respecto al mes previo.

**TCR (Tipo de cambio real):** corresponde a una medida del valor real del guaraní respecto de una canasta de monedas de los socios comerciales de Paraguay.

**Informe de Política Monetaria**  
Septiembre 2022



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay