



Informe de **POLÍTICA MONETARIA (IPOM)**



Ñeembucú

Marzo, 2023



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay





Informe de Política Monetaria **(IPOM) *Correspondiente al mes de marzo de 2023***

© BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY
Algunos derechos reservados y precautelados
por el Artículo 40 de la Ley N° 1328/98.
Federación Rusa y Augusto Roa Bastos - Asunción, Paraguay
Central Telefónica: (+595 21) 608 011
Publicación editada por
ESTUDIOS ECONÓMICOS: (+595 21) 619 2481
Sitio web: www.bcp.gov.py



Contenido

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	12
I. Entorno Internacional y Regional	14
II. Mercados Financieros	22
III. Escenario Doméstico	29
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	37
Recuadro I: Traspaso del tipo de cambio a los precios, un enfoque micro	43
Recuadro II: Efectos del canal crediticio en el producto y la política monetaria	48



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 a la Ley No. 6104, que modifica y amplía la Ley No. 489/95 “Orgánica del Banco Central del Paraguay”, es preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda, proveyendo un marco de previsibilidad nominal para la economía paraguaya, sobre el cual los agentes económicos puedan basar sus decisiones de consumo e inversión. Además, el BCP tiene como objetivo promover la eficacia, integridad y estabilidad del sistema financiero.

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 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 la liquidez y las tasas de interés del mercado, que pueden afectar parte de la actividad económica e incidir en la inflación, por medio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Horizonte de política monetaria

El horizonte de política monetaria es el periodo de tiempo durante el cual se manifiestan los efectos de un cambio en la TPM sobre la economía, a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

De acuerdo con investigaciones realizadas por el BCP, se estima que el horizonte de política monetaria se ubica entre 18 y 24 meses, independiente del año calendario.

Proceso de toma de decisiones

El Comité de Política Monetaria (CPM) es el encargado de decidir el nivel de la TPM. El CPM se reúne mensualmente para analizar la coyuntura económica nacional y externa, la evolución de la inflación dentro del horizonte relevante de política y los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo. Si como resultado de esta evaluación se concluye que existen riesgos elevados de que la inflación se desvíe significativamente de la meta en el horizonte de política, y si estos riesgos no están asociados a choques externos temporales, el Comité realizará un ajuste en la TPM.



Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CPM programa sus reuniones, cuyas fechas están publicadas con antelación en un calendario anual. Luego de cada reunión, se divulga un comunicado de prensa informando sobre la decisión adoptada y los fundamentos de esta. Asimismo, el último día hábil de cada mes, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura, las perspectivas, los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo inflacionario y las consideraciones realizadas para la toma de decisiones. Además, se publica trimestralmente el Informe de Política Monetaria (IPoM).

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

- i) comunicar detalladamente a los agentes económicos la visión del BCP sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus implicancias para la conducción de la política monetaria;
- ii) dar a conocer el marco de análisis para la formulación de la política monetaria;
- iii) proporcionar información para la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y de la actividad económica.



Resumen ejecutivo

Economía internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han mejorado levemente para el presente año con relación a las presentadas en el IPoM de diciembre de 2022, en un contexto en que las tasas de inflación permanecen elevadas, aunque se han registrado menores presiones inflacionarias en algunos países. Para las principales economías avanzadas se prevé un crecimiento moderado debido a la persistencia de riesgos causados por las turbulencias en el sector financiero, mayores costos de endeudamiento y la incertidumbre ocasionada por el conflicto en Ucrania. Desde el informe anterior, los precios de determinados *commodities* agrícolas se han reducido mientras que las cotizaciones del petróleo crudo han continuado presentando volatilidades en el periodo. La inflación en las principales economías avanzadas permanece elevada y las respectivas autoridades monetarias de los países han seguido ajustando al alza sus tasas referenciales. En la región, las perspectivas económicas para los principales socios comerciales de Paraguay se han mantenido para el 2023, con perspectivas moderadas para el 2024. Por su parte, la inflación se ha atenuado en algunos países de la región y ha continuado elevada en otros, con lo cual, algunos bancos centrales han mantenido sus tasas de política monetaria y otros han seguido con su ciclo de ajustes.

En Estados Unidos, si bien la inflación ha venido desacelerándose, permanece en niveles elevados con respecto a su meta, por lo que la Reserva Federal (Fed) ha continuado con aumentos del rango objetivo de la tasa referencial en su última reunión de marzo, resaltando los eventuales riesgos derivados de los desarrollos recientes en el sistema bancario. Desde el informe anterior, la inflación ha registrado menores tasas y, en marzo, la misma se ubicó en 5,0% interanual, no obstante, aún se encuentra por encima de la meta del 2%. En sus reuniones de febrero y de marzo, la Fed elevó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 p.b., hasta ubicarlo en 4,75% - 5,00%. En cuanto a la actividad económica, en el cuarto trimestre del 2022, el PIB verificó una tasa trimestral anualizada de 2,6%, superando los pronósticos del mercado, principalmente debido a aumentos en la inversión privada en inventario, el gasto del consumidor, la inversión fija no residencial y el gasto público. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector se desaceleró en el primer trimestre del presente año, situándose en zona de contracción en marzo (49,2). No obstante, las perspectivas de crecimiento han sido revisadas al alza para el 2023 de 0,4% a 0,9%.

El Banco Central Europeo (BCE) ha vuelto a elevar sus tasas de interés referenciales en su reunión de marzo, manteniendo la magnitud del ajuste respecto de la reunión previa. Aunque la inflación total ha seguido con una trayectoria descendente se mantiene por encima del valor objetivo. Además, la medida núcleo ha continuado acelerándose. La inflación total se desaceleró en el primer trimestre del 2023 mostrando tasas inferiores en comparación con el promedio del cuarto trimestre del año anterior. Sin embargo, la inflación continúa en niveles elevados, ubicándose en marzo en 6,9% interanual. En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE), en su última reunión, elevó en 50 p.b. los tres tipos de interés oficiales. En cuanto a la actividad económica, en el cuarto trimestre del 2022, el PIB se expandió 1,8% con relación al trimestre anterior, impulsado principalmente por las contribuciones positivas de las exportaciones netas, el gasto para consumo final del gobierno y, en menor medida, por la variación de los inventarios. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantuvo en zona de contracción durante el primer trimestre del año, situándose en un nivel de 47,3 en marzo. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento para el 2023, se han corregido al alza de -0,1% presentado en el IPoM anterior a una expansión del PIB de



0,5%, a pesar de la prolongación de la guerra en Ucrania y el endurecimiento de las condiciones financieras.

En China, se ha observado una mejora en la perspectiva de crecimiento para el año 2023, tras la finalización de las medidas restrictivas impuestas en el marco de la COVID-19. El PIB, al cierre del cuarto trimestre del 2022, creció 2,9% interanual acorde con lo esperado en el IPoM anterior y por debajo de lo registrado en el tercer trimestre. Este comportamiento de la actividad económica se debe, por un lado, a la política de tolerancia cero a la COVID-19, la cual finalizó en diciembre y, por otro lado, a las dificultades prevalecientes en el mercado inmobiliario. En marzo del 2023, el PMI manufacturero registró un nivel neutral (50,0), por debajo de 51,6 observado en febrero. No obstante, la estimación de crecimiento para la economía china se ajustó al alza para el año corriente en 0,4 puntos porcentuales (p.p.), respecto de la estimación previa. Así, la perspectiva de crecimiento se ubica en 5,3% anual, ya que se espera que el fin de los confinamientos estimule una pronta recuperación económica.

En Brasil, los pronósticos de crecimiento para 2023 se han mantenido acotados, aunque con un leve ajuste al alza en el margen, mientras que la inflación ha continuado desacelerándose. En el cuarto trimestre del año anterior, se verificó una contracción del 0,2% del PIB con relación al trimestre anterior ante las incidencias negativas de la formación bruta de capital fijo y las actividades industriales. En el primer trimestre del 2023, se resalta el deterioro observado en el PMI del sector manufacturero, que se ubicó en zona de contracción (47,0%) por caídas en la producción, en los nuevos pedidos y en las ventas al exterior, debido a la incertidumbre económica y política que restringieron los gastos de los clientes y las condiciones económicas más duras a nivel internacional. No obstante, las previsiones de crecimiento para 2023 se revisaron al alza de 0,8% a 0,9%, principalmente explicado por un buen desempeño del sector servicios. Por otra parte, la inflación interanual se ha desacelerado significativamente debido, en gran parte, a la reducción de los precios en el rubro transporte, registrando una tasa de 4,7% en marzo (5,8% en diciembre). Desde el informe anterior, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil ha mantenido la tasa SELIC en 13,75% anual.

En Argentina, el pronóstico de crecimiento para el 2023 apunta a una contracción de la economía, al tiempo que la inflación ha continuado aumentando. El PIB del cuarto trimestre del 2022 creció 1,9% interanual, por encima de lo esperado, impulsado principalmente por el sector terciario. En el primer trimestre de este año, los indicadores de corto plazo de actividad económica y de producción del sector manufacturero registraron comportamientos mixtos. Para el 2023, se sigue previendo un escenario externo más complejo, en un contexto de alta incertidumbre sobre el panorama político interno, con lo cual el pronóstico de crecimiento del PIB se revisó a la baja en 1,1 p.p., comparado con la proyección previa, situándose en -0,4% anual. En cuanto al nivel de precios, la inflación interanual siguió acelerándose, situándose en 104,3% en marzo (94,8% en diciembre). Luego de un periodo de mantención de su tasa de referencia, el Banco Central de la República Argentina (BCRA), en su reunión de febrero, elevó la tasa mínima de las LELIQ a 78,0%.

Coyuntura doméstica y política monetaria

Desde el último IPoM, la inflación total y sus distintas medidas de tendencia, en términos interanuales, han seguido con una trayectoria a la baja, sin embargo, en términos mensuales, han registrado un leve aumento. La inflación interanual promedio del primer trimestre del 2023 fue 7,0%, inferior al correspondiente al cuarto trimestre del año pasado (8,2%). En términos mensuales, la inflación promedio,



en los mismos periodos, verificó un incremento, pasando de 0,3% a 0,7%. Este aumento se explicó por las subas de precios registrados en los rubros de alimentos, en el servicio de suministro de energía eléctrica (por la finalización del acuerdo entre las entidades Itaipú y Ande vigente hasta diciembre de 2022) y en los bienes y servicios relacionados a la educación típicamente ajustados al inicio de las actividades educativas. Por otro lado, los indicadores de tendencia de la inflación (subyacente, subyacente X1 y núcleo) promediaron, en el primer trimestre, tasas interanuales de 7,6%, 7,1% y 6,1%, respectivamente (7,8%, 7,1% y 6,2% en el cuarto trimestre del 2022). Adicionalmente, se ha observado una menor difusión de la inflación en los primeros meses del año.

En el cuarto trimestre del 2022, el PIB registró un crecimiento interanual de 1,7%, con lo cual se completó dos trimestres consecutivos de recuperación de la economía luego de un primer y segundo trimestre con tasas interanuales negativas por el fuerte impacto de la sequía. El resultado positivo se explicó por el resultado favorable de la agricultura, principalmente de la soja, conforme a las últimas estimaciones de la campaña agrícola 2022/2023, así como por los desempeños positivos de la generación de energía eléctrica, la ganadería y los servicios. Las manufacturas y las construcciones, en cambio, mostraron una reducción interanual. Por el lado del gasto, la expansión del PIB se explicó por la incidencia positiva de la demanda externa (5,3 p.p.) debido a la dinámica favorable de las exportaciones y la reducción de las importaciones, mientras que la demanda interna registró una incidencia negativa (-3,6 p.p.) explicada por la reducción registrada en la formación bruta de capital. Con este resultado, el PIB en el 2022 acumuló una variación de 0,1%.

Durante el primer cuatrimestre del 2023, el Comité de Política Monetaria (CPM) decidió mantener la TPM en 8,50%. El Comité ha decidido, en base a un análisis prospectivo, mantener la tasa de referencia en el mismo nivel considerando que la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria está sujeta a eventuales riesgos que podrían derivarse de un panorama de elevada incertidumbre. En las últimas reuniones, esta incerteza se ha originado en los cambios constantes de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial para el 2023, señalándose incluso probabilidades de una recesión mundial, en la volatilidad de los precios de *commodities*, principalmente de los precios del petróleo, y en las tensiones recientes en el mercado financiero internacional en economías avanzadas, que han tenido que adoptar medidas con el fin de preservar la estabilidad de sus sistemas financieros. Con respecto a la evolución reciente de los precios externos, las tasas de inflación interanual de los Estados Unidos y de la Eurozona han seguido moderándose, aunque las medidas de inflación tendencial mensual anualizadas continúan mostrando resultados por encima de los objetivos de inflación de los bancos centrales. En este escenario, se prevé que la inflación externa se mantenga en niveles elevados durante el 2023, con lo cual el mercado espera que las autoridades monetarias de estas economías mantengan un perfil de política monetaria contractivo hasta finales del año. En la región, algunos bancos centrales han continuado elevando sus tasas de política monetaria, mientras que otros han decidido mantenerlas. Por su parte, con respecto a sus pronósticos de inflación, algunos han realizado una revisión al alza. En el ámbito local, la inflación total ha venido mostrando una trayectoria descendente desde hace varios meses. Además, las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria se han mantenido en la meta de 4%.

Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB se mantuvo en 4,5%, no obstante, se registraron cambios en algunos sectores económicos. El repunte en el crecimiento económico estimado para el 2023 se encuentra explicado por la recuperación de la agricultura y de los sectores vinculados a la misma, tras un magro desempeño en el 2022, así como por una mayor generación de energía eléctrica por parte de las



binacionales, en línea con las buenas condiciones climáticas registradas y las perspectivas favorables para los próximos meses. Asimismo, se espera un buen dinamismo del sector terciario, principalmente comercio y otros servicios. De esta forma, el escenario base contempla un crecimiento del PIB para el 2023 que se mantiene similar a la última proyección de 4,5% realizada en diciembre de 2022, aunque se han registrado algunos cambios en las proyecciones de algunos sectores (tabla A). En particular, la mejora en el caudal hídrico del Río Paraná y las expectativas de una mayor producción de energía eléctrica permitió una revisión al alza en la proyección de electricidad y agua pasando de un 4,8% a un 7,9%. Esta mejora se encuentra atenuada por una corrección a la baja en las construcciones (de 0,5% a -2,6%), debido a un menor ritmo en la ejecución de obras tanto públicas como privadas. En el sector primario, si bien el crecimiento para la agricultura se mantuvo sin cambios (30%), la ganadería se revisó ligeramente a la baja de un 2,3% a un 1,9%, debido a un menor faenamiento esperado del ganado bovino, contrarrestado por una mayor producción de otras carnes (cerdos y aves). En cuanto al sector terciario, se espera una expansión levemente superior (de 3,2% a 3,3%) respecto a la proyección anterior, destacándose la dinámica positiva en restaurantes y hoteles. Desde la perspectiva del PIB por el lado del gasto, se prevé un mayor dinamismo de la demanda externa neta, impulsado por una revisión al alza en las exportaciones (de 12,4% a 18,3%) (tabla B). Los factores que contribuyeron en este cambio son una mayor exportación estimada de energía eléctrica, el buen dinamismo observado en las maquilas y un ajuste al alza en las reexportaciones. Con relación a la demanda interna, se espera una incidencia negativa de la inversión, compatible con la trayectoria prevista para el sector de la construcción e importaciones de maquinarias y equipos por debajo de lo anticipado, aunque atenuada por un crecimiento en el consumo tanto público como privado. La mejora en la confianza de los consumidores, en línea con el repunte de los indicadores de actividad y la desaceleración de la inflación, sustentan el ajuste al alza en el consumo privado de un 2,8% a un 3,2%.

La proyección de la inflación para el cierre de 2023 se ajustó al alza respecto al IPoM anterior, de 4,1% a 4,5%. Este ajuste en la proyección de la inflación está explicado por una persistencia mayor a la prevista en los precios de los alimentos y por la depreciación del guaraní, particularmente registrada a inicios del año, que elevó los precios de los productos importados. Al mismo tiempo, la mayor incertidumbre respecto a potenciales nuevos choques externos y los eventuales ajustes en los costos de producción interna, elevaron la variabilidad de los pronósticos de la inflación. De este modo, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación continuaría su proceso de desaceleración -aunque a un ritmo más moderado de lo previsto, e iría convergiendo hacia el centro del rango meta del 4% hacia inicios del año que viene, manteniéndose en torno a ese nivel hasta finales del 2024 (tabla C).



Tabla A
Crecimiento sectorial del PIB
Variación anual, porcentaje

	2022	2023(f)	2023(i)
Sector Primario	-8,7	19,9	1,8
Agricultura	-12,7	30,0	1,8
Ganadería	-0,3	1,9	0,0
Sector Secundario	0,4	2,2	0,7
Manufactura	0,1	2,0	0,4
Construcción	-4,3	-2,6	-0,2
Electricidad y Agua	6,8	7,9	0,5
Sector Terciario	1,6	3,3	1,6
Gobierno General	-0,5	3,7	0,3
Comercio	3,4	3,2	0,4
Otros Servicios ¹	1,6	3,2	0,9
Impuestos	0,5	4,0	0,3
PIB a precios de mercado	0,1	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	0,7	2,5	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla B
Crecimiento económico y cuenta corriente
Variación anual, porcentaje

	2022	2023 (f)
PIB	0,1	4,5
Demanda Interna	2,5	-0,9
Formación bruta de capital	7,1	-12,6
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-2,5
Consumo total	1,0	3,0
Consumo privado	2,2	3,2
Consumo público	-5,7	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	-1,6	18,3
Importaciones de bienes y servicios	5,6	1,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	0,2
FBKF (% del PIB nominal)	21,8	21,1

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla C: Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2022	2023(f)	2024(f)	2025(f)
Inflación IPC diciembre (*)	8,1	4,5	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	7,9	4,3	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección realizada con datos al mes de marzo de 2023.

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

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2025

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Escenarios de riesgos

En el entorno internacional, persiste un escenario complejo y un panorama de mayor incertidumbre. Esto podría afectar las perspectivas económicas y la inflación mundial. Las recientes turbulencias que se han desatado en el sistema financiero de algunas economías avanzadas, de persistir, podría representar un riesgo a las condiciones financieras mundiales que podría deteriorar el crecimiento económico global. No obstante, este escenario implicaría menores presiones sobre la inflación, lo cual condicionaría el actual perfil restrictivo de política monetaria de los bancos centrales. Por otro lado, la reapertura de la economía China podría generar una mayor demanda de *commodities*, que, combinado con restricciones de oferta, por una intensificación de la guerra entre Rusia y Ucrania que continua latente, podría presionar al alza los precios de las materias primas. En este escenario, una inflación externa más persistente a la esperada podría retrasar la convergencia de la inflación doméstica a la meta. Por otro lado, en términos de crecimiento, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento global podría impactar negativamente en la dinámica de la actividad por una menor demanda externa. No obstante, esto podría

¹ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.



ser atenuado por mayores ingresos por exportaciones de *commodities* debido a mayores precios a los esperados en el IPoM anterior.

En la región se espera una desaceleración del crecimiento en comparación al año pasado. Además, se pronostica una inflación que superará la meta establecida por los bancos centrales. La actividad económica regional mostraría un crecimiento más moderado debido, en parte, a condiciones financieras externas más restrictivas y términos de intercambios menos favorables a los observados en años recientes. En cuanto a la inflación, si bien se ha observado una desaceleración interanual en algunos países de la región, aún se encuentra por encima de los objetivos de política monetaria. Al respecto, los bancos centrales han comunicado que mantendrán un perfil de política restrictivo hasta asegurar que la evolución de los precios sea consistente con el cumplimiento de sus metas de inflación. En Brasil, se ha registrado un menor pesimismo en los índices de confianza empresarial y del consumidor a finales del primer trimestre, aunque persiste la incertidumbre derivada del entorno internacional, de los costos de financiamiento doméstico elevados y del avance de las reformas anunciadas en el sector fiscal. En cuanto a Argentina, las perspectivas de crecimiento han empeorado, mientras que la inflación continúa acelerándose. Además, persiste la incertidumbre con respecto al cumplimiento de las metas del programa con el Fondo Monetario Internacional. Dado este panorama, un crecimiento menor al esperado de los principales socios comerciales regionales podría debilitar las expectativas de crecimiento para este año por una menor demanda externa.

En el plano local, los riesgos para la actividad económica se derivan principalmente de la evolución del clima. En los últimos meses, las condiciones climáticas han sido favorables, beneficiando a los cultivos de soja, maíz y trigo. Sin embargo, existe la probabilidad de ocurrencia del fenómeno climático (“el niño”) en los próximos meses, que, en caso de materializarse, tendría sus implicancias sobre la actividad económica, en especial sobre el sector de la construcción y la ganadería. Adicionalmente, en los últimos meses se han manifestado inconvenientes administrativos que podrían afectar al transporte de los productos comercializados, lo cual podría impactar negativamente en el valor de dichos productos. Finalmente, se sigue observando una mayor volatilidad de la inflación respecto a periodos de prepandemia, lo cual representa un factor de riesgo para la trayectoria de la inflación esperada. Así mismo, durante el año se prevé ajustes del salario mínimo que podría ejercer presiones adicionales sobre la inflación durante el año.



Decisiones de Política Monetaria

Reunión de enero

En el escenario internacional, las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2023 se habían deteriorado. Respecto a los *commodities*, los precios internacionales del petróleo crudo, de la soja y del maíz se habían incrementado, al tiempo que, las cotizaciones del trigo habían disminuido. En los mercados financieros, se había observado una disminución de los rendimientos de bonos soberanos de Estados Unidos, mientras que el dólar se había debilitado tras haberse registrado en diciembre un dato más favorable de inflación.

En el plano regional, los indicadores de actividad de corto plazo en noviembre y la inflación interanual en diciembre de varios países de la región exhibieron una desaceleración. Los bancos centrales habían mantenido sus tasas de política monetaria, con excepción de Perú, que había aumentado su tasa referencial.

En el plano doméstico, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) registró un crecimiento de 1,6% en noviembre, que se explicó, principalmente, por los resultados favorables en la agricultura y la generación de energía eléctrica y, en menor medida, por la ganadería. Por su parte el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se había posicionado nuevamente en zona de optimismo en diciembre.

En cuanto a los precios domésticos, en diciembre, la inflación mensual fue -0,2%, explicada principalmente por una reducción en los precios de los rubros volátiles (frutas y verduras) y de los combustibles. En términos interanuales, la inflación se situó en 8,1% al cierre del año. Las expectativas de inflación en enero para cierre del 2023 se mantuvieron en 5% y en 4% para el horizonte de política monetaria.

Bajo ese escenario, el CPM decidió, por unanimidad, mantener la TPM en 8,50%, garantizando el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte de política monetaria.

Reunión de febrero

En el escenario internacional, la inflación mensual en Estados Unidos se había acelerado en enero, aunque la variación interanual se había moderado. En la región, en la mayoría de los países analizados se había verificado una desaceleración de la inflación interanual en enero. En lo referente a los precios internacionales de *commodities*, la soja y el trigo habían registrado incrementos desde la última reunión y las cotizaciones del petróleo crudo y del maíz se habían reducido. En este escenario, diversos bancos centrales de economías avanzadas habían continuado con ajustes al alza en sus tasas de política monetaria.

En cuanto a la demanda externa, las perspectivas de crecimiento económico mundial para el 2023 se habían mantenido con relación a lo señalado en la reunión de enero. No obstante, se resaltó las mejores expectativas para Estados Unidos, China y la Eurozona. Por su parte, el indicador de PIB de socios comerciales exhibió un leve deterioro para el 2023, explicado principalmente por una revisión a la baja en las perspectivas para Argentina.

En el ámbito local, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) registró una variación interanual de -0,4%, explicado principalmente por las variaciones negativas de servicios, manufactura y construcción, amortiguados por los desempeños positivos en agricultura, electricidad y agua y ganadería. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) volvía a ubicarse en zona de optimismo en enero.

Con relación a los precios domésticos, la inflación mensual en enero fue 1,2%, explicada principalmente por el precio de la energía y los alimentos. En términos interanuales, la inflación se situó en 7,8%, por debajo de la tasa registrada en diciembre del 2022 (8,1%). Las expectativas de inflación en febrero para finales de 2023 se mantuvieron en 5% y para el horizonte de política monetaria, las mismas se situaron nuevamente en 4%.

En ese contexto, el CPM había decidido mantener la TPM en 8,50%, nivel que garantiza el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte de política monetaria.



Reunión de marzo

En el contexto internacional, las perspectivas de crecimiento económico mundial para el 2023 habían sido revisadas ligeramente al alza en comparación con lo señalado en la reunión de febrero, debido principalmente a mejores expectativas en Estados Unidos, China y la Eurozona. En los mercados financieros internacionales, durante el mes de marzo se habían registrado algunas tensiones que aumentaron la incertidumbre a nivel global.

En lo que respecta a los precios externos, las tasas de inflación interanual en Estados Unidos y la Eurozona seguían mostrando señales de moderación, aunque se esperaba que se mantengan en niveles elevados en comparación con sus respectivas metas. En la región, se había verificado una desaceleración en la inflación interanual, aunque las medidas de inflación subyacentes se mantenían altas. Por el lado de los *commodities*, las cotizaciones los precios internacionales de la soja, el maíz, el trigo y el petróleo crudo habían disminuido con respecto a la reunión pasada.

En el plano local, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) registró una variación interanual de 4,5% en enero, explicada principalmente por los desempeños favorables en agricultura, electricidad y agua, servicios, y ganadería. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) había continuado en zona de optimismo en febrero.

Con respecto a los precios domésticos, la inflación mensual en febrero fue 0,5%, explicada principalmente por el aumento de precios en los bienes y servicios vinculados a la educación y de los bienes alimenticios. La inflación interanual se situó en 6,9%, por debajo de la tasa del mes enero (7,8%). Las expectativas de inflación en marzo se mantuvieron en 5% para finales de 2023, al tiempo que, se esperaba una inflación de 4% en el horizonte de política monetaria.

En un panorama de elevada incertidumbre, el CPM había decidido, por unanimidad, mantener la TPM en 8,50%, a fin de garantizar el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte de política monetaria.



I. Entorno Internacional y Regional

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2022	2023	2022	2023	2024
Mundo	2,9	2,2	3,1	2,4	2,9
EE.UU.	1,8	0,4	2,1	0,9	1,2
Eurozona	3,2	-0,1	3,5	0,5	1,2
China	3	4,9	3	5,3	5
Brasil	3	0,8	3	0,9	1,7
Argentina	4,9	0,7	5,3	-0,4	1
Socios comerciales	3,2	0,6	3,2	0,6	1,9
Socios Mercosur	4,1	0,8	4,1	0,2	1,4

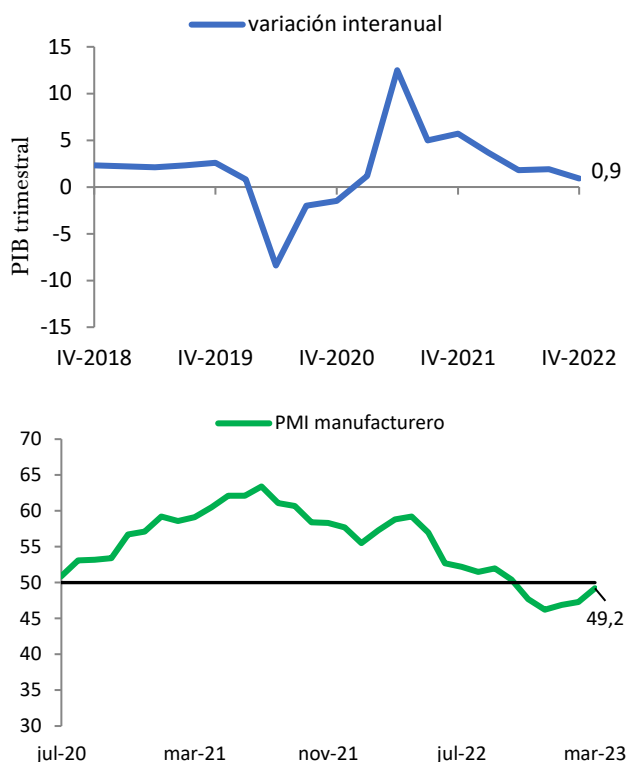
Fuente: Bloomberg.

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han mejorado para el 2023 con relación a las presentadas en el IPoM de diciembre, mientras que para el 2024 se espera un crecimiento moderado de las economías. Para este año, si bien existe una mejora en las perspectivas de crecimiento con respecto al trimestre anterior, se prevé una desaceleración económica para Estados Unidos y la Eurozona respecto a lo observado en el año 2022, debido a los riesgos asociados con recientes volatilidades en el sector financiero, la persistencia de mayores costos de endeudamiento y la incertidumbre asociada con el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. En China se observa una mejora en las perspectivas de crecimiento tras la finalización de las políticas de tolerancia cero del COVID-19. Por otra parte, la inflación mundial se ha mantenido elevada en el primer trimestre del año, aunque se han observado mayores moderaciones en diversas economías, por lo que se ha proyectado una menor tasa de inflación para el 2023. Desde el informe anterior, los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos han mantenido su trayectoria descendente ante las expectativas de una desaceleración económica global que aún persiste (tabla I.1).

Las perspectivas económicas para los principales socios comerciales se mantienen desde el último informe en 0,6% para el 2023 y se proyectan perspectivas moderadas para el 2024. Respecto a los socios Mercosur, el pronóstico de crecimiento se ajustó a la baja de 0,8% a 0,2%, explicado principalmente por la contracción esperada en Argentina (tabla I.1). En cuanto al nivel de precios, las tasas interanuales de inflación de la mayoría de los países de la región siguen altas con relación a niveles de años anteriores, pero se han desacelerado recientemente en algunos países. En este contexto, ciertos bancos centrales han continuado elevando sus respectivas tasas de política monetaria, mientras que, la mayoría ha decidido mantenerlas en una posición contractiva.

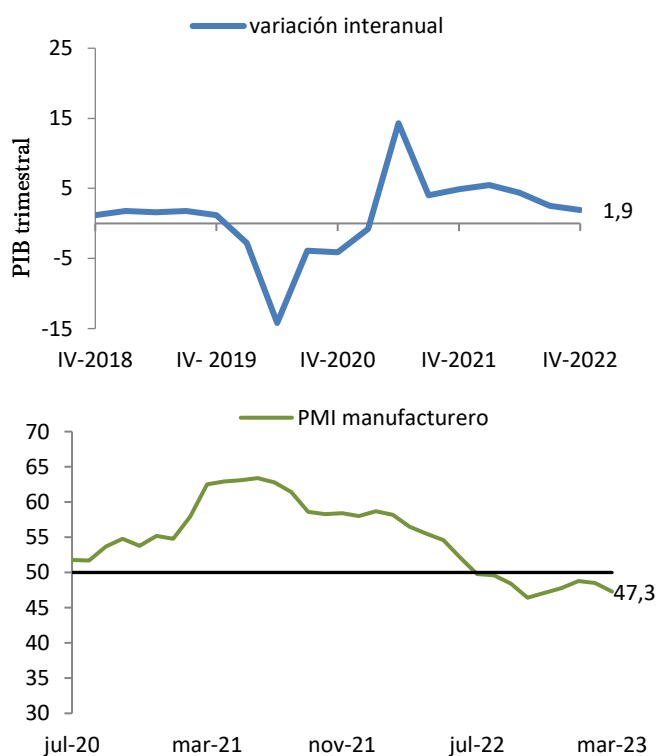


Gráfico I.1
Actividad económica de EE. UU.



Fuente: Bloomberg, S&P Global

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona



Fuente: Bloomberg, S&P Global

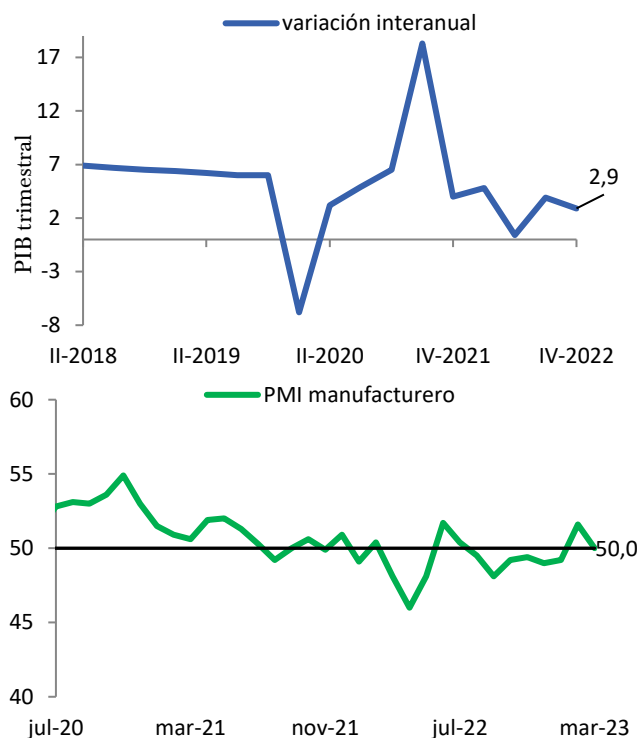
Actividad económica

En Estados Unidos, el PIB del cuarto trimestre registró una variación interanual de 0,9% y una tasa trimestral anualizada de 2,6%, superando los pronósticos del mercado. La tasa positiva en términos anualizados se debió a aumentos en la inversión privada en inventario, el gasto del consumidor, la inversión fija no residencial, el gasto del gobierno federal y de los gobiernos estatales y locales que, en parte, fueron parcialmente compensados por disminuciones en la inversión fija residencial y las exportaciones. Con relación a los datos correspondientes al cuarto trimestre presentados en el IPoM de diciembre, el PMI manufacturero (publicado por S&P Global) continúa en zona de contracción, situándose en 49,2 en marzo (gráfico I.1). Este resultado está explicado principalmente por la disminución de los nuevos pedidos debido a una moderación en las demandas interna y externa, las cuales se vieron afectadas por los altos precios y los mayores costos de endeudamiento. En este contexto, los pronósticos de crecimiento del PIB se han corregido al alza para el 2022, de 1,8% a 2,1%, y para el 2023 de 0,4% a 0,9% (tabla I.1).

En la Eurozona, el PIB del cuarto trimestre registró un crecimiento de 1,9% interanual (gráfico I.2) y un crecimiento nulo con relación al trimestre anterior. El crecimiento, aunque ralentizado, superó las estimaciones iniciales. El resultado trimestral fue impulsado por las contribuciones positivas de las exportaciones netas, el gasto para consumo final del gobierno y, en menor medida, por la variación de los inventarios. No obstante, estos incrementos fueron atenuados por las reducciones en la formación bruta de capital fijo y el gasto para consumo final de los hogares. En tanto, durante el primer trimestre del 2023, el PMI del sector manufacturero continuó en zona de contracción, ubicándose en 47,3 marzo. Esta contracción se debió en gran medida al aumento del Índice de Plazos de Entrega de los Proveedores hasta un nivel récord. El pronóstico de crecimiento para el 2023 se ajustó al alza, de -0,1% a 0,5% gran parte debido a la menor demanda de importaciones de energía y una

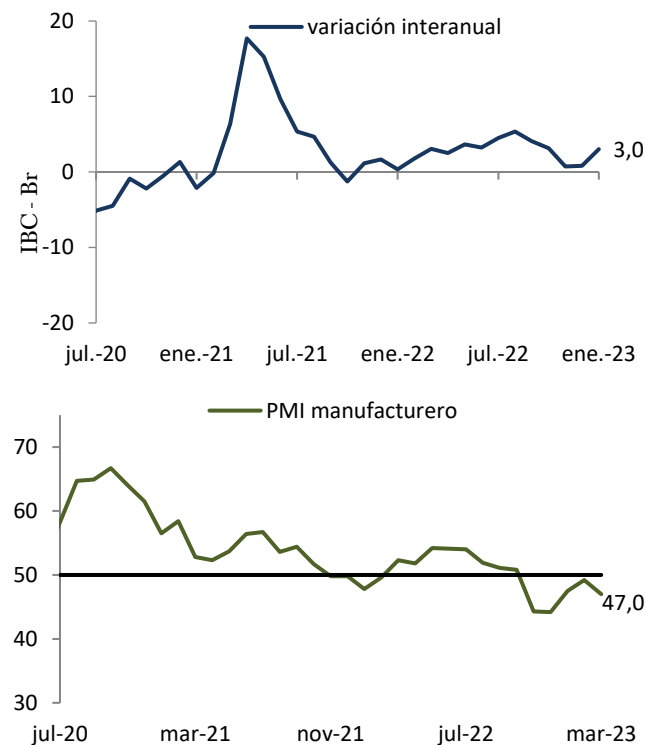


Gráfico I.3
Actividad económica de China



Fuente: Bloomberg, S&P Global

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil



Fuente: Bloomberg.

mejora de las perspectivas a corto plazo. Por su parte, para el 2024 se espera un crecimiento del 1,2%.

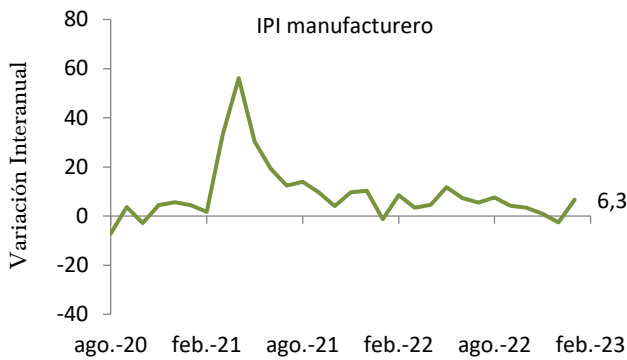
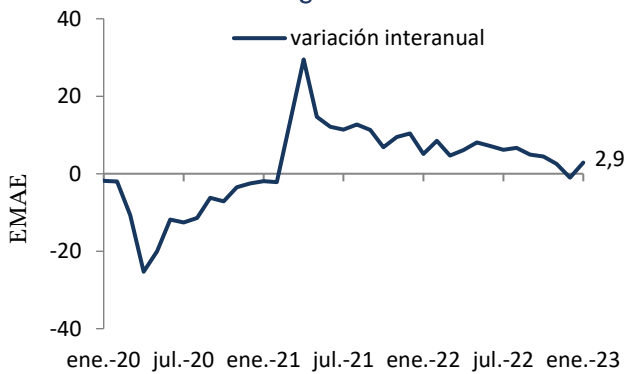
En China el PIB al cuarto trimestre de 2022 creció 2,9% interanual, acorde con lo esperado en el IPoM anterior y por debajo de lo verificado en el tercer trimestre (3,9% interanual), dada la política de tolerancia cero del COVID-19, la cual finalizó recién en diciembre del 2022, y la recesión en el mercado inmobiliario (gráfico I.3). En el sector manufacturero, el PMI de marzo, se ubicó en nivel neutral (50,0), frente al 51,6 observado en febrero de 2023, debido a un crecimiento marginal de la producción en comparación al mes anterior. Si bien este sector muestra un dinamismo moderado, el sector servicios ha venido mostrando una mejora a partir de la reapertura de la economía china con la finalización de la política de tolerancia cero del COVID-19 a inicios del 2023. Así, la proyección de crecimiento para el año se revisó de 4,9% a 5,3%, en tanto que, para el 2024 se espera un crecimiento de 5,0%.

En Brasil, el PIB exhibió un crecimiento del 1,9% interanual en el cuarto trimestre de 2022. Respecto al trimestre anterior, se observó una disminución de 0,2%, explicada por las incidencias negativas de la formación bruta de capital fijo y las actividades industriales. En enero de 2023, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró una variación interanual de 3,0% (gráfico I.4). En cuanto al sector manufacturero, el PMI permanece en zona de contracción por quinto mes consecutivo, situándose en 47,0 en marzo. Este desempeño se explicó por las mermas en la producción, en los nuevos pedidos y en las ventas al exterior, debido a la incertidumbre económica y política que incidieron en los gastos de los clientes y las condiciones económicas más duras a nivel internacional. En este contexto, la estimación de crecimiento para el 2022 se mantiene en 3,0%. Asimismo, para el 2023 se revisó levemente al alza el pronóstico de crecimiento, 0,8% a 0,9%, mientras que para el 2024 se espera un crecimiento del 1,7%.

En Argentina, el PIB al cuarto trimestre del 2022 mostró una expansión de 1,9% interanual, impulsada por el sector terciario principalmente. No obstante, se observó un descenso de 1,5% en la serie desestacionalizada

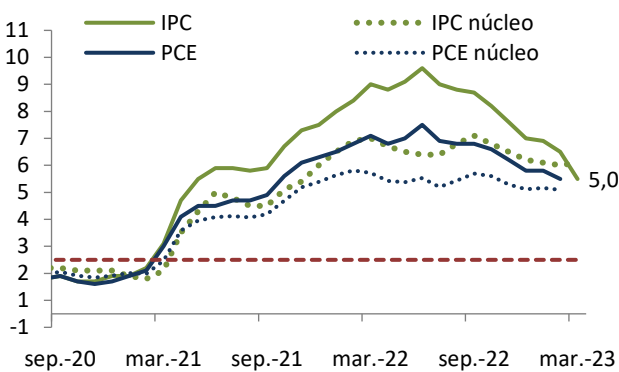


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6
Inflación y Tasa de Política Monetaria en EE. UU.
Tasa interanual, porcentaje



respecto al tercer trimestre, explicado por un menor nivel de consumo e inversión. En enero, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una expansión del 2,9% interanual (gráfico I.5) con una mayor incidencia de la industria manufacturera, seguido del comercio mayorista, minorista y reparaciones. Por su parte, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), registró una variación positiva del 6,3% interanual en enero, influenciado principalmente por las incidencias de las divisiones de alimentos y bebidas, industrias metálicas básicas y vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes. A pesar de estos resultados, dado el escenario externo más complejo y la incertidumbre sobre el panorama político interno, el pronóstico de expansión del PIB para 2023 se corrigió a la baja de 0,7% a -0,4 %, en tanto que, para el 2024 se espera un crecimiento de 1,0%.

Inflación y Política Monetaria

En Estados Unidos, durante el primer trimestre del año 2023 se han verificado tasas de inflación menores a las registradas en el trimestre anterior (gráfico I.6). En marzo, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 5,0% interanual. Este resultado se explicó por una moderación en el incremento de precios en la mayoría de las categorías, dentro de las que destacan los alimentos y vehículos usados, además de la reducción de los costos de energía. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 5,6% interanual, por debajo 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 5,0% interanual en febrero y la inflación núcleo del PCE fue 4,6%.

Respecto de las decisiones de política monetaria, desde el IPoM de diciembre, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ha vuelto a elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 50 puntos básicos (p.b.), hasta situarlo en 4,75% - 5,0% (gráfico I.6), siendo el último incremento de 25 p.b. en su reunión de marzo y anticipó que aumentos adicionales serían apropiados para lograr una postura de política monetaria que sea lo suficientemente

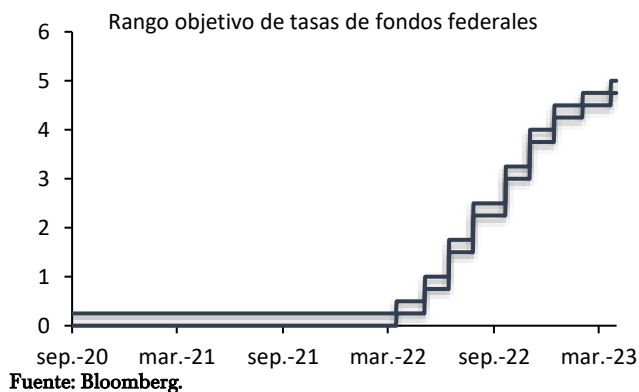
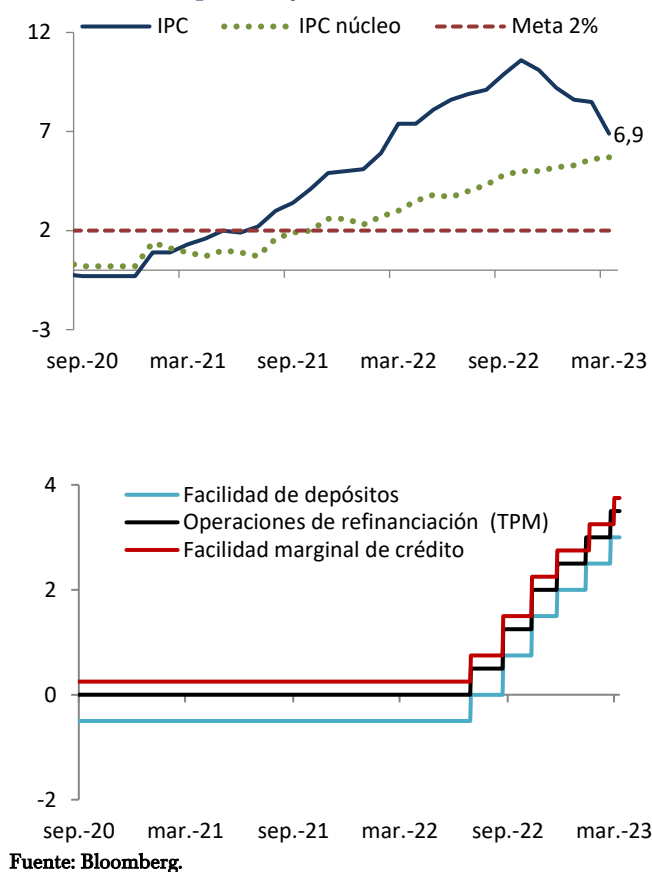


Gráfico I.7
Inflación y Tasa de Política Monetaria en Eurozona
Tasa interanual, porcentaje



restrictiva para que la inflación retorne al 2%. Con respecto a los niveles de inflación verificados en los últimos meses, el Comité recalcó que la inflación se mantiene elevada y señalaron que los desarrollos recientes en el sistema bancario podrían resultar en condiciones crediticias más estrictas para los hogares y las empresas, pesando sobre la actividad económica, la demanda de empleo y la inflación. También mencionaron que el alcance de estos efectos es incierto y anticiparon subas adicionales para asegurar que la inflación regrese a la meta. Además, la Reserva Federal continuó con el proceso de reducción de su hoja de balance.

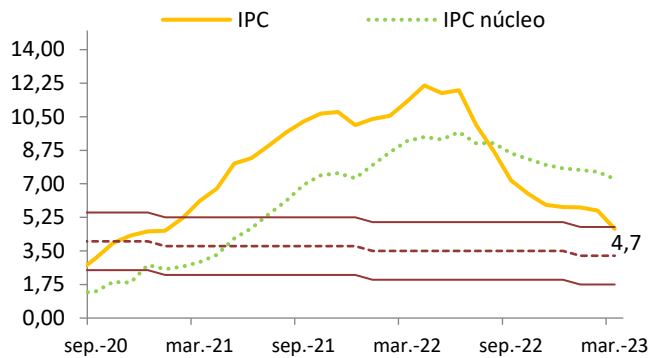
En la Eurozona, en el primer trimestre de 2023, se registraron tasas de inflación más bajas en comparación con el trimestre anterior. La inflación promedio del primer trimestre fue de 8% interanual (gráfico I.7), inferior tanto al 9,2% registrado en diciembre del año anterior, como al promedio verificado durante el último trimestre del año anterior (9.9%). El resultado de inflación al cierre del trimestre se encuentra principalmente explicado por los aumentos observados en las categorías de alimentos, bebidas y tabaco, bienes industriales (excluyendo energía) y servicios. Por otra parte, los precios de la energía verificaron una variación negativa interanual. La inflación núcleo se incrementó en términos interanuales, registrando una tasa de 5,7% en marzo.

Con relación a la política monetaria, desde el informe anterior, 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 50 p.b. en su reunión de marzo, situándolos en 3,50%, 3,75% y 3,00%, respectivamente (gráfico I.7). Así también, el Consejo de Gobierno reinvertió el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) hasta febrero de 2023 y continuó reinvertiendo el principal de valores del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).

En la región, la inflación de Brasil continuó su trayectoria descendente en el primer trimestre del

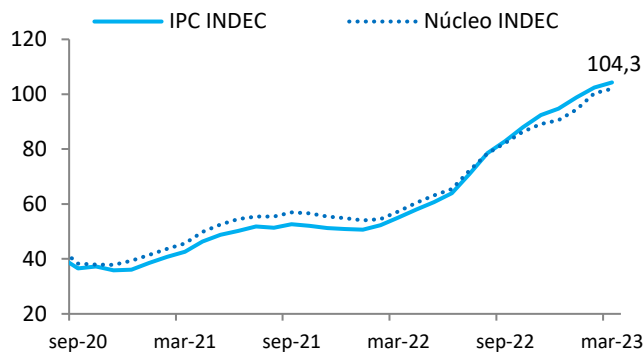


Gráfico I.8
Inflación en Brasil
 Tasa interanual, porcentaje



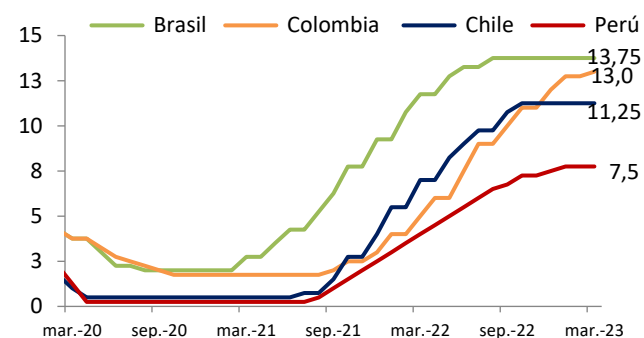
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9
Inflación en Argentina
 Tasas interanuales, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

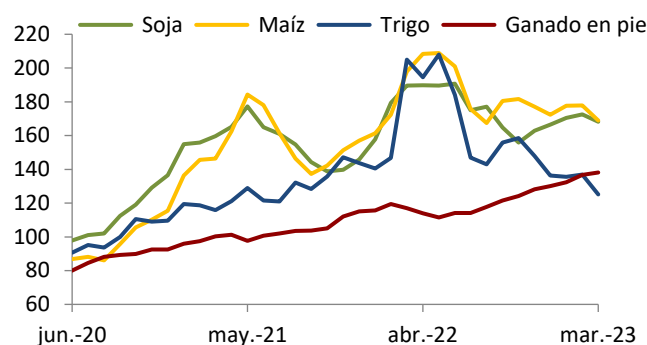
presente año. En marzo, el nivel de precios se ubicó en 4,7% interanual, por debajo del 5,8% registrado en diciembre (gráfico I.8). La moderación de la tasa de inflación está vinculada a una moderación en el crecimiento de precios en categorías como alimentos y bebidas, gastos personales y del rubro de transportes respecto al año anterior. La inflación núcleo cerró marzo con una tasa de variación interanual del 7,3%. Desde su reunión de diciembre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) no ha modificado la tasa Selic, manteniéndola en 13,75% en su reunión de marzo.

En el caso de Argentina, se pudo notar una mayor aceleración de la inflación durante el primer trimestre. La tasa de inflación se situó en 104,3% interanual en marzo de 2023 (gráfico I.9), por encima de las tasas observadas en el trimestre anterior (94,8% en diciembre). Los mayores incrementos fueron observados en las categorías de educación, prendas de vestir y calzado, alimentos y bebidas no alcohólicas. En cuanto a su política monetaria, el Banco Central de la República Argentina reanudó el ciclo de subas del límite inferior de la tasa de interés de LELIQ, elevándola a 78,0% desde el IPoM anterior. Por su parte, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo tuvo un incremento desde diciembre. Además, a pesar de la implementación de medidas por parte del Gobierno Argentino para la acumulación de reservas sin devaluar su moneda, las RIN en el primer trimestre del 2023 disminuyeron con respecto al trimestre anterior, esto se explica principalmente por los pagos de títulos públicos del Tesoro Nacional y las ventas netas en el mercado cambiario, y en menor medida por los menores ingresos netos por exportación del sector “Oleaginosas y cereales” debido a la sequía y heladas que afectaron al sector.

En cuanto a otras economías de la región, Colombia y Perú continuaron con el proceso de normalización de su política monetaria, mientras que Chile ha mantenido su tasa referencial. Así, desde el informe anterior y hasta el mes de febrero, Colombia incrementó su tasa de política monetaria en 100 p.b. y Perú en 25 p.b. (gráfico I.10).

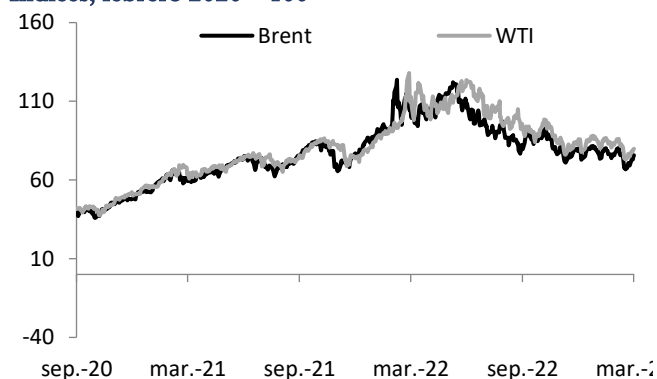


Gráfico I.11
Precios de *commodities*



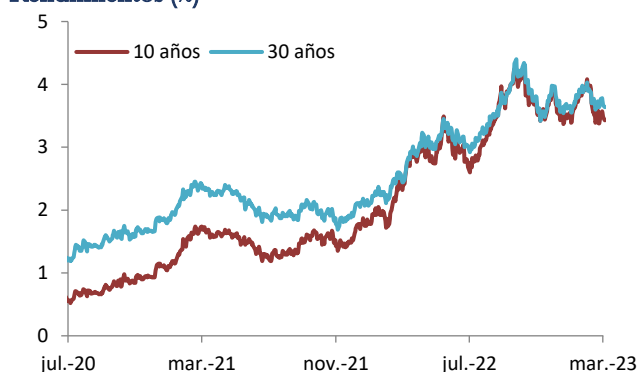
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12
Precio del petróleo (Brent y WTI)
Dólares por barril
Índices, febrero 2020 = 100



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12
Rendimientos de los bonos de EE. UU.
Rendimientos (%)



Fuente: Bloomberg.

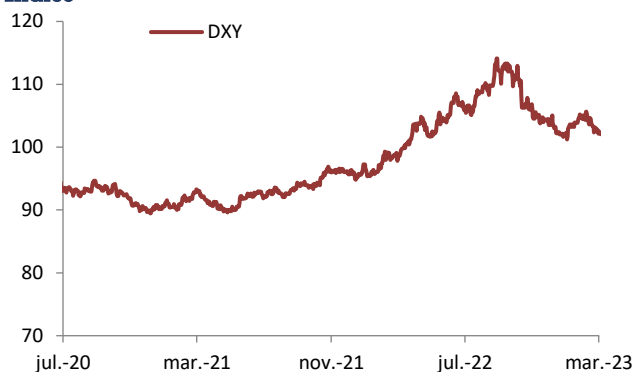
Materias primas

Las cotizaciones internacionales de *commodities* agrícolas verificaron comportamientos mixtos en el primer trimestre de 2023 (gráfico I.11). En el caso del ganado en pie, se notó un incremento del 6,2% en la cotización en marzo con relación a diciembre de 2022. Por otra parte, los precios internacionales del maíz y el trigo continúan desacelerándose. A marzo de 2022, la cotización del maíz se redujo 2,1% y la del trigo 8,1% con relación a lo verificado en diciembre de 2022. La reducción en el precio del maíz y del trigo está vinculada, principalmente, a la continuidad de los acuerdos de tránsito de granos en el Mar Negro y las buenas perspectivas para la producción y existencias finales a nivel global, así como los temores a una desaceleración económica global. En el caso de la cotización de la soja, a marzo, el precio en Chicago aumentó 1,0% respecto al cierre del cuarto trimestre del 2022. El leve incremento se explica mayormente por las mejores perspectivas de demanda en China y la menor producción en Argentina que estuvo afectada por la sequía. Sin embargo, los temores a una desaceleración económica global, los recientes acontecimientos en el sector financiero global y la producción récord en Brasil han contrarrestado las presiones alcistas sobre la oleaginosa.

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, en el primer trimestre tanto las cotizaciones del Brent como del WTI mostraron una leve reducción con respecto al IPoM anterior, con marcadas oscilaciones durante el periodo. Algunos factores de presión al alza fueron las limitaciones en la oferta de petróleo por las reducciones de la producción diaria por parte de la OPEP+ y la flexibilización de las restricciones impuestas en China, principal importador del crudo. En contrapartida, la política monetaria más agresiva de la Fed, los acontecimientos recientes en el sector financiero de las economías avanzadas y los temores a una desaceleración económica a nivel global, generaron expectativas de una menor demanda de petróleo y, por tanto, ejercieron presiones a la baja en su cotización. En el mes de marzo, el precio del petróleo Brent disminuyó 2,6%, mientras

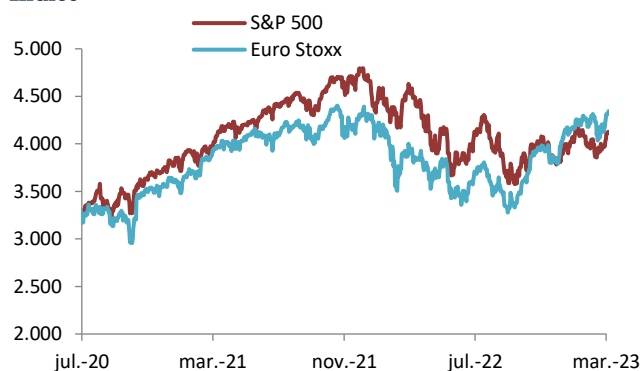


Gráfico I.13
Cotización del DXY
Índice



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.14
Rendimiento del S&P 500 y Euro Stoxx
Índice



Fuente: Bloomberg.

que el del WTI se redujo en 4,1%, ambos comparados con diciembre del año pasado (gráfico I.12).

Mercados financieros internacionales

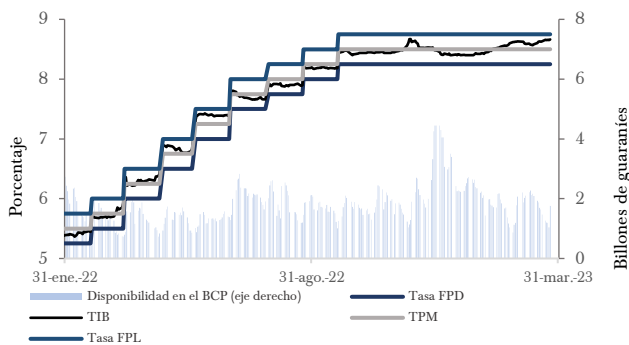
Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años y 30 años, respectivamente, se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.12). Durante el primer trimestre se resalta el comportamiento mixto de los mismos, ante resultados de los datos de inflación, expectativas de un endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de la Fed y los riesgos financieros derivados de los acontecimientos en el sector financiero global, junto con los latentes temores a una desaceleración económica global. La cotización del dólar, medida por el índice DXY, también ha exhibido un comportamiento volátil en línea con las nuevas informaciones respecto a los datos de inflación, los riesgos financieros y las expectativas de ajustes por parte de la Fed (gráfico I.13).

Por su parte, los principales índices de las bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona mostraron un mayor dinamismo desde el último IPoM (gráfico I.14). Se observó que el promedio del índice registrado por S&P500 en marzo de 2023 fue superior en 1,4% al registrado en diciembre de 2022. Por su parte, el Euro STOXX 50 en el mismo periodo verificó un incremento de 8,2% respecto al promedio de diciembre del año anterior.



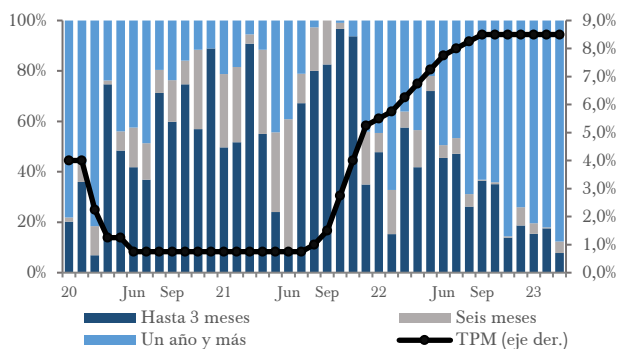
II. Mercados Financieros

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



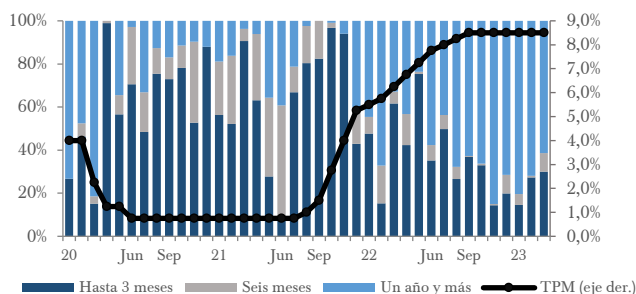
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.2
Montos Demandados de las LRM por plazos



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.3
Colocaciones Efectivas de LRM por Plazos



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria llevadas a cabo durante el primer trimestre del 2023, el Directorio del BCP decidió mantener la TPM en 8,50%, la cual se mantiene desde septiembre del 2022. Con ello, las tasas de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) siguen en 8,25% y 8,75% anual, respectivamente (gráfico II.1).

En lo que respecta al mercado de dinero, durante el primer trimestre del año, observó que la liquidez de las instituciones financieras, representada por la disponibilidad en el BCP, ha venido disminuyendo respecto a los niveles registrados en el cuarto trimestre del año anterior. Esto, en parte, podría deberse a un importante nivel de colocaciones de letras de regulación monetaria que el BCP realizó a comienzos del año. De esta manera, si bien la tasa interbancaria (TIB) ha seguido acompañando la trayectoria de la TPM, ésta se ha ubicado levemente por encima de la misma (gráfico II.1).

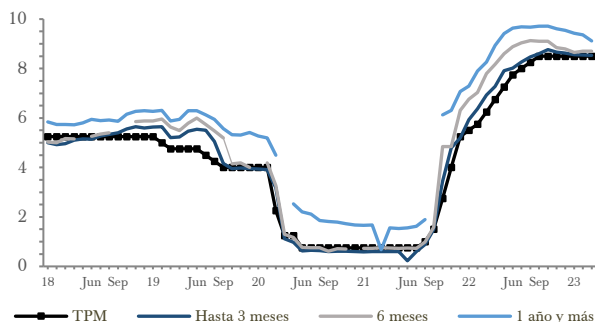
Instrumentos de Regulación Monetaria

En lo que va del primer trimestre del 2023, se ha registrado un comportamiento similar al verificado en la mayor parte del año anterior con respecto a los montos de letras de regulación monetaria demandadas por las entidades financieras, las cuales mostraron una marcada inclinación hacia los títulos de plazos de un año y más. De esta manera, la participación de los montos demandados con plazos de hasta 3 meses en el primer trimestre del año, fue 13,9%, de las de 6 meses fue 3,3%, y de las de 1 año y más fue 82,8% (gráfico II.2).

Por su parte, las colocaciones efectivas mostraron una composición similar a la verificada para los importes demandados, excepto en el mes de marzo. En este último mes, el importe demandado por las entidades financieras para los plazos mayores a 1 año fue superior a las colocaciones finalmente asignadas por el BCP para el mismo plazo. Así, en lo que concierne al presente trimestre, la participación de las colocaciones efectivas con plazos de hasta 3 meses fue 18,9%, de las

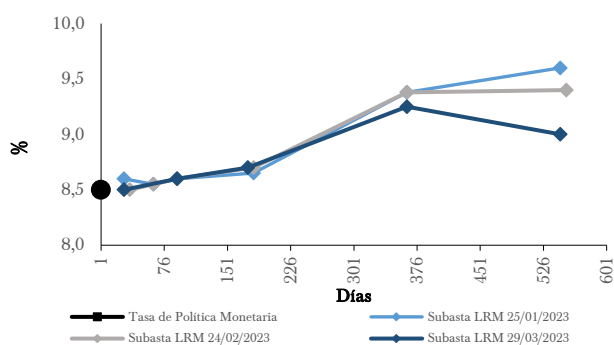


Gráfico II.4
TPM y las tasas de colocaciones efectivas de LRM por plazos



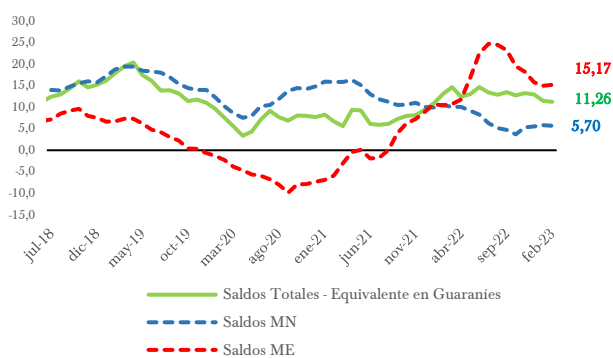
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.5
TPM y las tasas de colocaciones efectivas de LRM por plazos



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.6
Variación interanual de los créditos bancarios, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

de 6 meses fue 4,7% y de las de 1 año y más fue 76,4% (gráfico II.3).

Las entidades financieras han venido mostrando una mayor predisposición hacia las LRM de plazos largos (un año y más), posterior al inicio del proceso de ajuste de la tasa de política monetaria en agosto del 2021. Ello ha derivado en un incremento de la curva de rendimiento de las tasas de interés de LRM, especialmente las de más largo plazo. Sin embargo, en las últimas subastas se ha registrado una disminución de la tasa de interés de las letras de un año y más. Este comportamiento podría deberse, en parte, a una menor expectativa de inflación del sistema financiero para el próximo año (gráficos II.4 y II.5).

Condiciones Financieras

Desde el último IPoM, la evolución del saldo agregado de los créditos bancarios al sector privado ha continuado con buen dinamismo, mostrando un comportamiento relativamente estable. Así, los créditos aumentaron en 11,26% en términos interanuales en febrero de 2023.

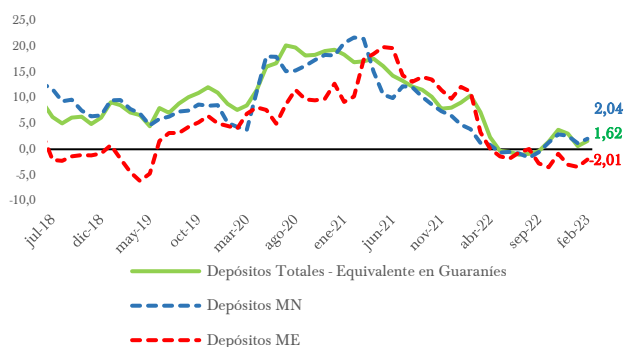
Contrario a lo que se venía observando hasta el informe anterior, los créditos en moneda nacional se han acelerado, verificando una tasa de variación interanual de 5,70% en febrero de 2023. Sin embargo, en moneda extranjera, el saldo de créditos revela un menor ritmo de expansión, aunque se ha estabilizado en el margen (gráfico II.6).

La evolución de los créditos bancarios en moneda nacional se explicó principalmente por los desempeños favorables de los créditos otorgados para el consumo y la vivienda. Por otra parte, en moneda extranjera, las actividades de agribusiness, comercio al por mayor y la ganadería son los sectores que más aportaron al crecimiento interanual de los créditos en dicha moneda.

En comparación con el último informe de diciembre, los depósitos del sector privado en el sistema bancario en moneda nacional tuvieron una variación interanual positiva (2,04% en febrero de 2023), mientras que los

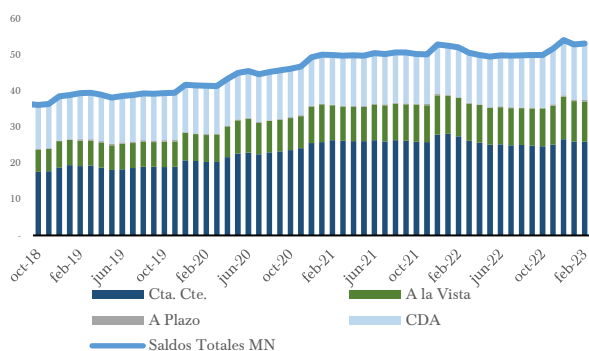


Gráfico II.7
Variación interanual de los depósitos bancarios, porcentaje



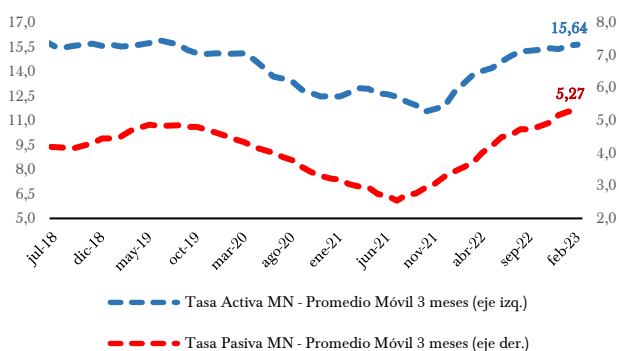
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.8
Depósitos por plazos en moneda nacional, saldos en billones de guaraníes



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.9
Tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional, porcentaje anual



Fuente: Banco Central del Paraguay.

depósitos en moneda extranjera registraron una reducción interanual (-2,01% en febrero de 2023). De esta manera, el saldo agregado de los depósitos expresado en guaraníes, presentaron un incremento interanual (1,62% en febrero de 2023), (gráfico II.7).

Desde noviembre de 2022, se ha registrado una leve aceleración en el crecimiento interanual de los depósitos totales, explicado principalmente por el incremento interanual de los depósitos en CDA tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. A su vez, el aumento de los depósitos en estos instrumentos de más largo plazo podría deberse a los mayores niveles de sus tasas de rendimiento.

En contrapartida, los depósitos en cuenta corriente y ahorro a la vista han seguido denotando incidencias interanuales negativas sobre la tasa de crecimiento de los depósitos totales. (grafico II.8).

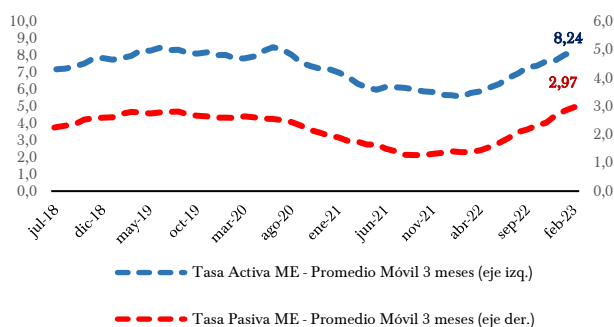
En cuanto a las tasas de interés promedio ponderadas del sistema bancario, desde el último informe, los niveles de las tasas activas y pasivas han continuado al alza. En moneda nacional, puede verificarse que en los últimos meses los ajustes han sido más moderados, sobre todo en las tasas activas.

Así, en moneda nacional, a febrero de 2023, el promedio de la tasa de interés activa (diciembre 2022 a febrero 2023) fue de 15,64%, siendo levemente superior al nivel promedio alcanzado en el anterior IPoM (15,32% - agosto 2022 a octubre 2022). La trayectoria observada de la tasa de interés activa se sustenta en mayor medida por la dinámica observada en la tasa de los préstamos comerciales. Si bien las demás tasas de los otros tipos de préstamos (consumo, desarrollo, vivienda, tarjetas de crédito y sobregiros) también han registrado variaciones, estas han tenido una incidencia menor sobre el comportamiento de la tasa de interés promedio ponderada del mercado (gráfico II.9).

Por el lado de la tasa de interés pasiva en moneda nacional, ésta alcanzó un nivel promedio (diciembre de 2022 a febrero de 2023) de 5,27%, destacando la incidencia positiva de la tasa de los CDA, la cual sigue

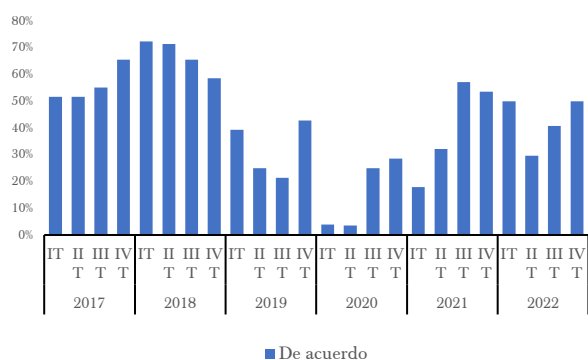


Gráfico II.10
Tasas de interés activas y pasivas en moneda extranjera, porcentaje anual



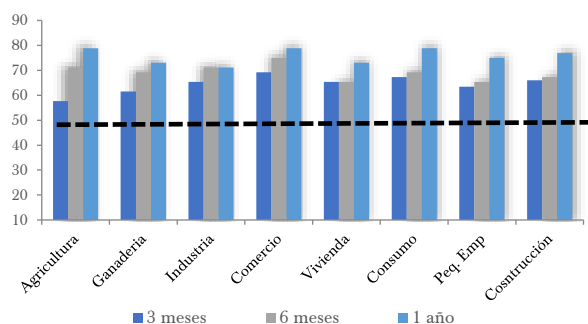
Fuente: Banco Central del Paraguay.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.12
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del crédito. Índice base 100



Fuente: Banco Central del Paraguay.

presentando una trayectoria ascendente desde el último informe (gráfico II.9).

La moderación en el ajuste de las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional podría relacionarse, como se ha indicado en informes previos, con las menores expectativas de inflación de los agentes económicos que estarían asociadas, en parte, a las decisiones de política monetaria adoptadas por la autoridad monetaria y a los resultados y expectativas recientes de la inflación doméstica.

Por otra parte, las tasas de interés activas y pasivas en moneda extranjera han seguido con una trayectoria al alza, posicionándose en los niveles promedio de 8,24% y 2,97%, respectivamente (promedio móvil de 3 meses). Este comportamiento estaría en línea con los ajustes de las tasas de referencias en las economías desarrolladas, principalmente de la Fed. (gráfico II.10).

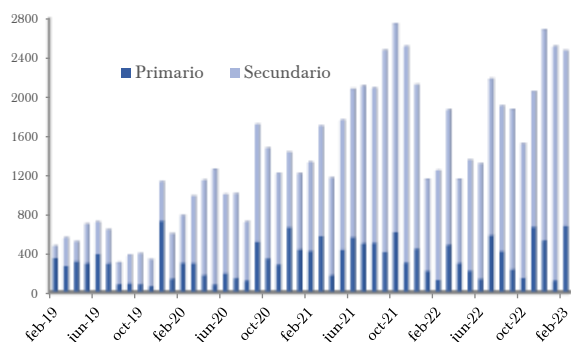
Con relación a la encuesta de Situación General del Crédito, los resultados del cuarto trimestre del 2022 indican que el 50% de los encuestados consideró que la coyuntura económica fue favorable para la concesión de créditos en dicho periodo, lo que significó un aumento con respecto al porcentaje obtenido en el tercer trimestre del 2022 (40,7%). Sin embargo, permanece por debajo del nivel del cuarto trimestre del 2021 (53,6%). Por el lado de los índices de difusión de expectativas sectoriales, todos estos se han mantenido en zona de optimismo para los próximos 3, 6 y 12 meses durante el periodo de referencia (gráficos II.11 y II.12).

Mercado Bursátil

En lo que concierne al mercado de valores, el volumen negociado acumulado al cierre de febrero del 2023 se incrementó en 107,2% respecto al volumen negociado acumulado a febrero del 2022. Específicamente, el instrumento financiero con mayor incidencia positiva en dicho incremento fue el reporto, con un crecimiento acumulado interanual de 152,5%, seguido de los bonos con un aumento de 46,5%, y los instrumentos de renta variable con un incremento de 105,7%.

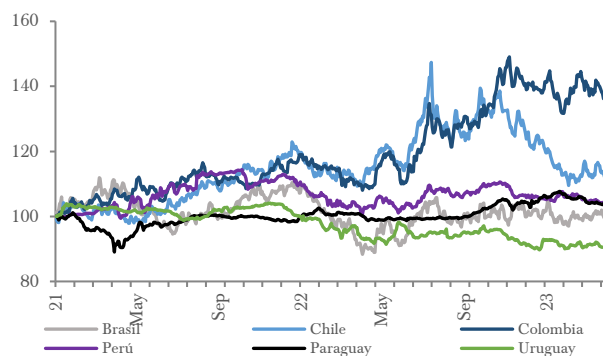


Gráfico II.13
Volumen Negociado BVA.
Miles de millones de guaraníes



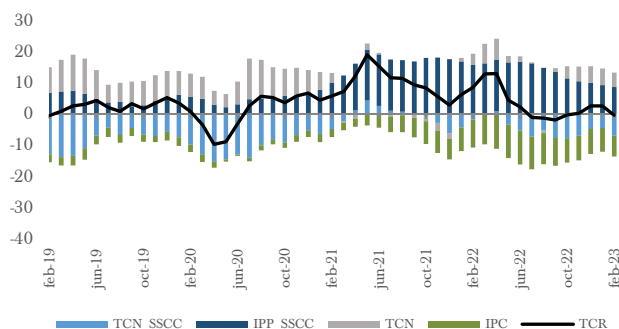
Fuente: Bolsa Nacional de Valores de Asunción.

Gráfico II.14
Tipo de Cambio Nominal respecto al dólar
Índice ene-2021=100



Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.15
Tipo de Cambio Real Multilateral
Variación interanual e incidencias



Fuente: Bloomberg.

Asimismo, el instrumento de mayor participación en el total de volumen negociado a febrero de 2023 fue el reporto, con 70,9%, mientras los instrumentos de renta fija representaron el 27,7% y los instrumentos de renta variable alcanzaron el 1,5%. Del total negociado en el mercado bursátil en los dos primeros meses del 2023, el mercado primario representó el 16,0%, mientras que el mercado secundario el 84,0% (gráfico II.13).

Tipo de Cambio

En el transcurso del primer trimestre del año, las monedas de la región se han apreciado con respecto a las cotizaciones del dólar registradas en el cuarto trimestre del 2022. Así, el peso colombiano se apreció en 4,71%, el guaraní en 2,24%, el peso chileno en 6,65%, el sol peruano en 1,36%, el real brasileño en 2,87% y el peso uruguayo en 2,65% (gráfico II.14).

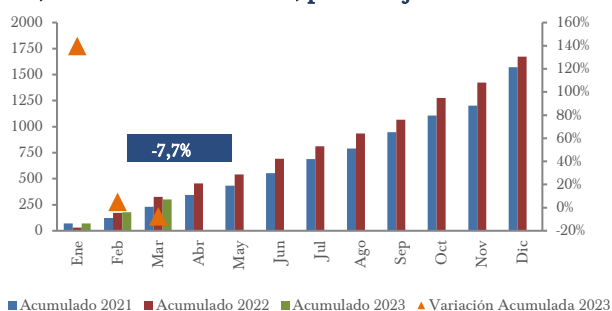
Por otra parte, en febrero de 2023, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció 0,35% con respecto al mismo mes del año anterior. Si bien la inflación externa fue superior a la doméstica, la apreciación del TCR es explicado en su mayor parte por una mayor depreciación del tipo de cambio nominal con respecto al dólar de los socios comerciales relativo a la depreciación del guaraní respecto a la misma moneda (gráfico II.15).

Finanzas Públicas

Los ingresos totales recaudados a marzo totalizaron 8,8 billones de guaraníes, que representaron una reducción acumulada de 1,0%. Este resultado se explicó, principalmente, por una disminución del 65,4% de las Contribuciones Sociales, las cuales se vieron contrarrestadas por los aumentos del 21,9% de las Donaciones y del 4,3% de la recaudación acumulada de los Ingresos Tributarios. Esto último está compuesto por la recaudación de la Secretaría de Estado de Tributación (SET), que tuvo una mejora de 10,7%, y de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA), que tuvo una reducción del 4,3%. La línea de Otros Ingresos se incrementó 6,4%, debido principalmente a mayores ingresos acumulados de Itaipú (tabla II.1).



Gráfico II.16
Inversión física de la Administración Central. Millones de USD; Variación Acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Tabla II.1
Finanzas públicas
En miles de millones de guaraníes

Administración Central	Marzo 2022	Marzo 2023	Variación (%)
Ingreso total recaudado	8.914	8.828	-1,0%
Ingresos tributarios	6.434	6.709	4,3%
Contribuciones sociales	801	277	-65,4%
Donaciones	357	436	21,9%
Otros ingresos	1.321	1.406	6,4%
Gasto total obligado	9.282	10.653	14,8%
Remuneración a los empleados	4.357	4.572	4,9%
Uso de bienes y servicios	1.001	1.364	36,3%
Intereses	960	1.119	16,5%
Donaciones	854	1.085	27,0%
Prestaciones sociales	1.688	2.110	25,0%
Otros gastos	422	404	-4,5%
Balance operativo	-369	-1.826	
Adquisición neta de activos no financieros	1.637	1.512	-7,7%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2.006	-3.337	

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por otro lado, el gasto obligado a marzo ascendió a 10,7 billones de guaraníes, lo que representó un aumento de 14,8% en comparación con el acumulado a marzo de 2022. Este comportamiento se debió, principalmente, al incremento de la remuneración a los empleados (4,9%) explicado, por un lado, por el reajuste del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social (MSPyBS), y del Ministerio de Educación y Ciencias (MEC) (desde julio/2022) y, por otro lado, por el ajuste del Salario Mínimo Legal Vigente (SMV) de las Fuerzas Públicas (FFPP). De igual manera, se verificó un aumento acumulado de 25,0% en las Prestaciones Sociales, explicado por mayores gastos en los programas de Adultos Mayores y Tekoporá, además de un incremento en los pagos de pensiones contributivas. Por su parte, el Uso de Bienes y Servicios, que incluye los gastos relacionados a las operaciones del Estado (compra de útiles, papelería, pago de alquiler, servicios básicos, compra de combustible, medicamentos, alimentos, etc.), se incrementó en 36,3% durante el mismo periodo. El rubro Pago de Intereses tuvo un incremento de 16,5%, explicado principalmente por los pagos de intereses de la deuda con Organismos Multilaterales.

La Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento Neto) de 3,3 billones de guaraníes a marzo de 2023, lo que equivale a un resultado fiscal de -1,1% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -3,2% del PIB en dicho periodo (tabla II.1).

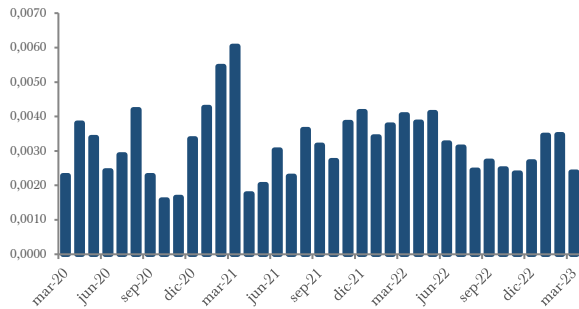
Finalmente, la Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a los pagos por la inversión pública en infraestructura, exhibió una reducción del 7,7% con relación al acumulado a marzo del 2022 (gráfico II.16).

Expectativas Económicas

El promedio de la dispersión de las expectativas de inflación mensual se ha incrementado levemente durante el primer trimestre de 2023, en comparación con el promedio de la dispersión observada durante el cuarto trimestre de 2022. No obstante, se observa una

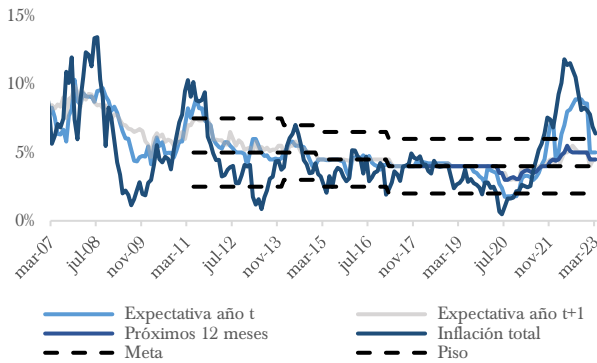


Gráfico II.17
Dispersión de las Expectativas de Inflación Mensual



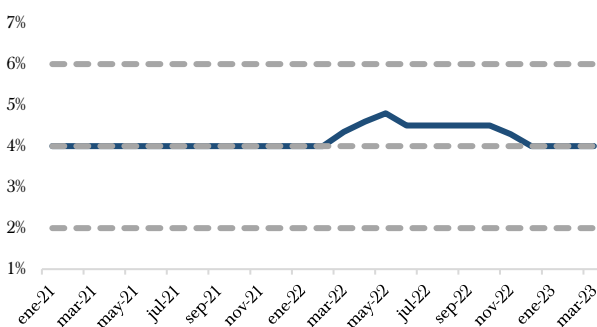
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.18
Inflación Interanual y Expectativas de Inflación



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.19
Expectativas de Inflación en el Horizonte de Política Monetaria



Fuente: Banco Central del Paraguay.

reducción considerable en el mes de marzo en relación con los dos primeros meses del año (gráfico II.17).

Por su parte, la expectativa de inflación para el cierre de 2023 se ha mantenido en 5% en los últimos meses. La expectativa de inflación para el 2024 se ha ajustado levemente al alza durante el transcurso del primer trimestre del presente año, situándose al cierre del trimestre en 4,5%. Por su parte, la inflación esperada para el horizonte de política monetaria se ha ubicado nuevamente en 4% desde el cierre del 2022 y refleja la confianza de los agentes económicos en las medidas de política monetaria implementadas por el BCP para cumplir con su meta de mediano plazo (gráfico II.18).

Con relación al tipo de cambio nominal (₲/USD), en el transcurso del 2022, la expectativa del tipo de cambio nominal (₲/USD) para el cierre del 2023 se mantuvo relativamente estable. Sin embargo, en enero de este año mostró un aumento situándose en ₲ 7.200 (₲ 7.040 en diciembre). Para el cierre del próximo año, el ajuste de las expectativas ha sido mínimo (₲ 7.150 en enero y ₲ 7.200 en marzo).

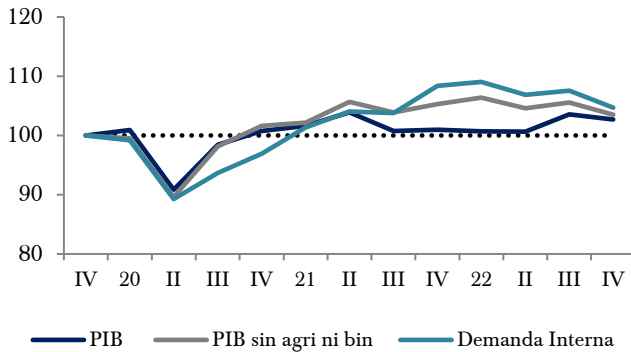
En cuanto a las expectativas de crecimiento del PIB para 2023, las mismas se han mantenido en 4,5% desde diciembre del año 2022, acorde con las proyecciones oficiales de la banca central. Para el 2024, se espera un crecimiento del producto de 4% desde principios del año (gráfico II.19).

Con relación a la Tasa de Política Monetaria, las expectativas de los agentes económicos se han mantenido en 8,50% en los primeros tres meses del año, similar al periodo anterior y acorde con las decisiones del Comité de Política Monetaria. Para fin de año, los agentes esperan una tasa referencial más baja, en torno a 6,75% y para el año siguiente una tasa del 6%, en línea con la convergencia de la proyección de inflación a la meta.



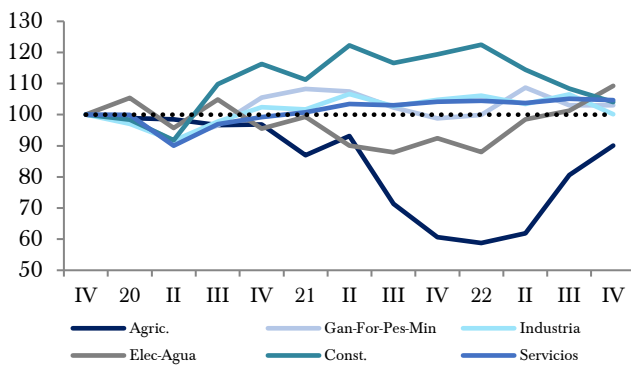
III. Escenario Doméstico

Gráfico III.1
PIB y Demanda interna (series desestacionalizadas)
Índice respecto a periodo pre-pandemia (2019Q4=100)



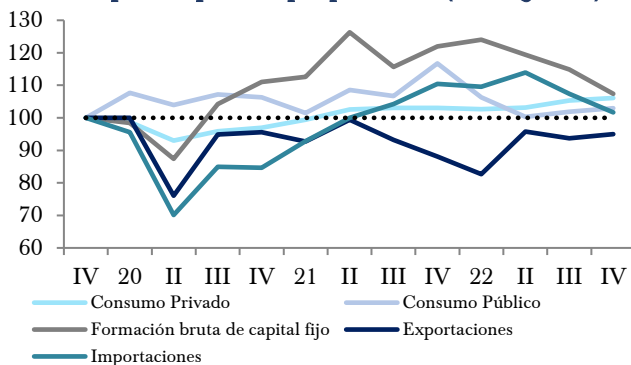
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.2
PIB desestacionalizado (lado de la oferta)
Índice respecto a periodo pre-pandemia (2019Q4=100)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.3
PIB desestacionalizado (lado del gasto)
Índice respecto a periodo pre-pandemia (2019Q4=100)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Actividad y Demanda

En el cuarto trimestre del 2022, el PIB desestacionalizado registró una disminución de 0,8% con relación al trimestre anterior, explicado principalmente por la contracción observada en la construcción y en la industria manufacturera. Sin embargo, se destacó el repunte de las actividades agrícolas (zafra 2022/2023) y el desempeño favorable de la producción de energía eléctrica. Con este desempeño al cierre del cuarto trimestre del 2022, el PIB y el PIB sin agricultura ni binacionales se situaron por encima de los niveles de pre-pandemia en 2,7% y 3,5%, respectivamente (gráficos III.1, III.2 y III.3).

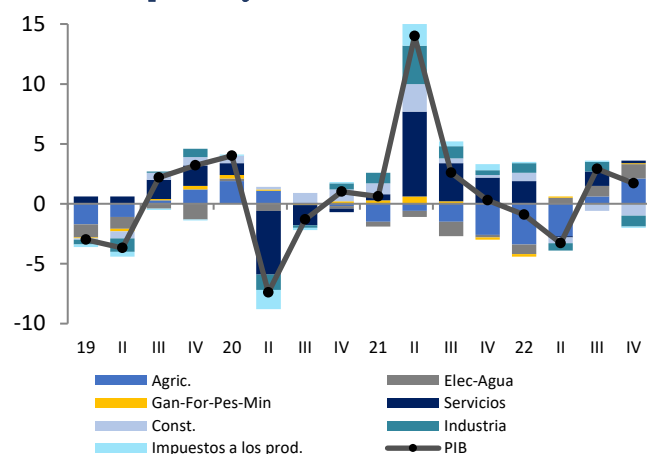
Por el lado del gasto, la demanda interna exhibió un desenvolvimiento negativo debido a la retracción registrada en la inversión; sin embargo, el consumo privado ha seguido expandiéndose. Por su parte, se verificó un repunte en la demanda externa neta, explicado por la dinámica favorable de las exportaciones de bienes y servicios y una marcada contracción de las importaciones en el cuarto trimestre del 2022.

En términos interanuales, el PIB del cuarto trimestre registró un crecimiento de 1,7%, explicado por los desempeños positivos registrados en la agricultura, la generación de energía eléctrica, la ganadería y los servicios. Sin embargo, el resultado negativo de la manufactura y de la construcción, atenuaron el repunte de la actividad económica. De esta forma, al cierre del cuarto trimestre del 2022, el PIB acumuló un crecimiento de 0,1% (gráfico III.4).

El sector agrícola presentó un crecimiento de 48,2% con respecto al mismo trimestre de 2021, conforme a las últimas estimaciones para la campaña agrícola 2022/2023 del Ministerio de Agricultura y Ganadería (tabla III.1). Este resultado se sustenta en mayores niveles de producción de la soja y de otros rubros agrícolas, como el maíz, el trigo y el algodón. En contraste, se observaron desempeños negativos en la producción de arroz, caña de azúcar, mandioca y otros tubérculos, frutas y otros productos agrícolas. Así, la



Gráfico III.4
PIB: sectores de oferta
Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla III.1
PIB: sectores de oferta
Variación interanual, porcentaje

Sectores	2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura	-12,2	-5,7	-25,9	-37,4	-32,4	-33,8	13,2	48,2
Ganadería, For., Pes. y Min.	10,0	18,8	5,2	-7,1	-7,7	2,4	0,2	3,7
Industria	4,9	16,7	5,2	2,1	4,4	-3,2	3,9	-4,3
Elect. y agua	-5,7	-6,8	-16,2	-2,3	-11,5	8,8	14,8	19,1
Construcción	13,7	34,8	5,8	2,2	10,4	-6,3	-7,3	-13,1
Servicios	1,1	14,8	6,6	4,5	4,1	-0,1	2,3	0,3
Imp. a los productos	-0,3	28,8	5,2	6,8	1,9	0,0	1,2	-0,9
PIB Total	0,6	14,0	2,6	0,3	-0,9	-3,3	2,9	1,7
PIB sin Agric. y sin Bin.	2,9	17,5	5,9	3,5	4,4	-1,2	1,7	-1,8

Fuente: Banco Central del Paraguay.

agricultura acumuló al cuarto trimestre del 2022 una contracción de 12,7%.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería verificó un crecimiento interanual de 3,7%. El resultado del trimestre fue influenciado por el mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, producción de huevos y leche cruda, así como por un mayor nivel de faenamiento de cerdos. Este resultado se vio compensado parcialmente por la reducción en el faenamiento de aves. Asimismo, las actividades de minería también presentaron resultados negativos. En términos acumulados, el sector registró una leve caída de 0,4%. Por su parte, la actividad manufacturera presentó una caída interanual de 4,3%. Las actividades que incidieron negativamente fueron la producción de aceites, molinerías y panaderías, químicos, madera, metales comunes, minerales no metálicos y productos metálicos. No obstante, estos resultados fueron mitigados por las variaciones positivas registradas en la producción de carnes, lácteos, azúcar, bebidas y tabacos, productos del papel, textiles y prendas de vestir, cueros y calzados. En términos acumulados, la actividad manufacturera verificó un leve crecimiento de 0,1% al cierre del cuarto trimestre del 2022.

Por otro lado, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó un crecimiento interanual de 19,1% en el cuarto trimestre del 2022. El desempeño favorable del trimestre fue explicado por la mayor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, impulsado por la mejora registrada en el caudal hídrico del Río Paraná. No obstante, la distribución de energía eléctrica reflejó un desempeño negativo. En términos acumulados, al cierre del cuarto trimestre del 2022 la actividad registró un crecimiento de 6,8%.

El sector servicios registró un crecimiento interanual de 0,3% en el cuarto trimestre del 2022. El resultado se explica por un desempeño positivo de las actividades de restaurantes y hoteles, los servicios a las empresas, servicios a los hogares, servicios inmobiliarios y servicios gubernamentales. Sin embargo, esto se vio compensado parcialmente por resultados negativos de los servicios de transportes, comercio,

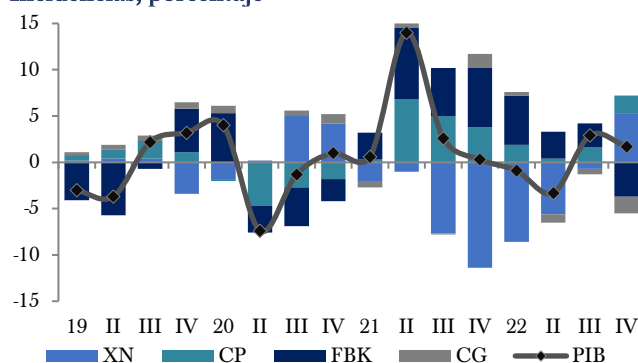


Tabla III.2
PIB: componentes de demanda
Variación interanual, porcentaje

Componentes	2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda Interna	2,7	16,0	10,8	11,9	7,8	2,5	3,6	-3,3
Consumo total	-0,5	9,2	6,4	6,9	3,4	-0,7	1,3	0,1
Consumo privado	0,5	10,3	7,7	6,1	3,3	0,6	2,4	2,8
Consumo publico	-6	3,6	-0,5	10,8	4,2	-8,1	-4,6	-11,2
FBK	10,9	52,4	31,1	29,9	18,2	14,8	12	-13,4
FBKF	14,6	44,7	10,9	9,4	10,4	-5,2	-0,7	-12,4
Exportaciones	-8,5	31,6	-1,3	-8	-11,6	-3,3	1,1	7,2
Importaciones	-2,7	43,2	22,5	29,8	18,5	14,3	3,0	-8,3
PIB Total	0,6	14,0	2,6	0,3	-0,9	-3,3	2,9	1,7

Fuente: Banco Central del Paraguay.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay.

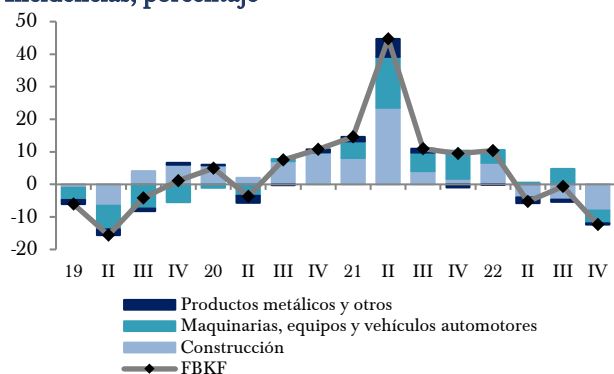
telecomunicaciones y servicios de información, así como los servicios de intermediación financiera. En términos acumulados, el sector registró una variación positiva de 1,6% al cierre del cuarto trimestre del 2022. Por último, el sector de la construcción mostró una caída interanual de 13,1% en el cuarto trimestre del 2022. El comportamiento de la actividad estuvo influenciado negativamente por el menor ritmo en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. En particular, las obras públicas se vieron afectadas por el plan de convergencia fiscal. Al respecto, se ha observado una importante disminución en la demanda de los principales insumos empleados por el sector. Con este resultado, se registró una caída acumulada de 4,3% al cierre del cuarto trimestre del 2022.

Desde la perspectiva del gasto, en el cuarto trimestre del 2022 se observó una contracción de la demanda interna (-3,3% interanual). Entre los principales componentes de la demanda interna se registró una reducción del 13,4% en la formación bruta de capital, mientras que el consumo total aumentó de forma leve en 0,1% (tabla III.2 y gráfico III.5).

Al desagregar el consumo total, se verifica que el consumo privado registró un crecimiento interanual de 2,8%, que se explica por la dinámica positiva de los servicios (principalmente transportes, restaurantes y hoteles, servicios inmobiliarios y servicios a los hogares), de los bienes no durables (bebidas y tabaco, alimentos y productos químico-farmacéuticos, atenuado por la retracción de combustibles), de los bienes semi-durables (textiles y prendas de vestir, papel y productos de papel y cueros y calzados) y, en menor medida, de los bienes durables (electrodomésticos y electrónica, vehículos automotores y muebles para el hogar) (gráfico III.7). En términos acumulados, el consumo privado registró un crecimiento de 2,2% al cierre del cuarto trimestre del 2022. Por su parte, el consumo de gobierno verificó una contracción interanual de 11,2%, en línea con lo previsto en el plan de convergencia fiscal. Así, la variación acumulada del 2022 fue de -5,7%. La formación bruta de capital fijo (FBKF) registró una caída interanual de 12,4%, influenciada

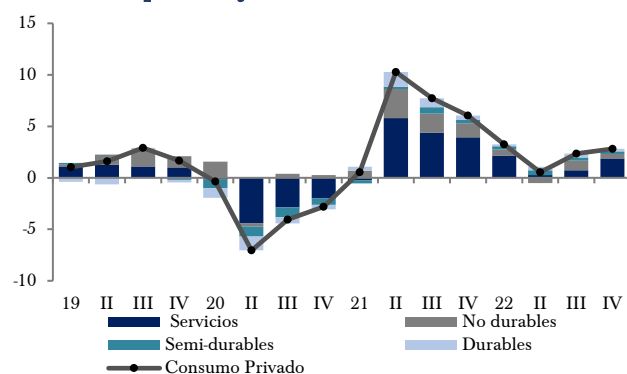


Gráfico III.6
Componentes de la inversión (FBKF)
Incidencias, porcentaje



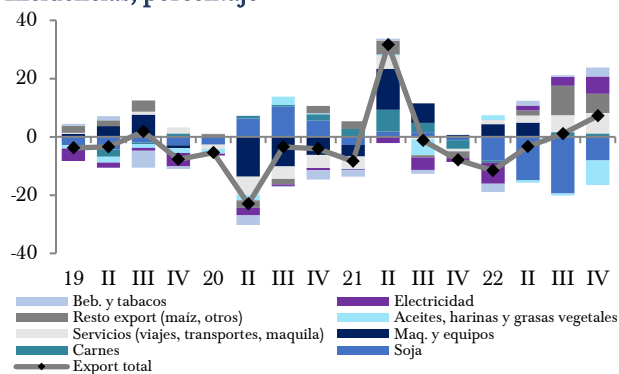
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.7
Componentes del consumo privado
Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.8
Componentes de las exportaciones de bienes y servicios
Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

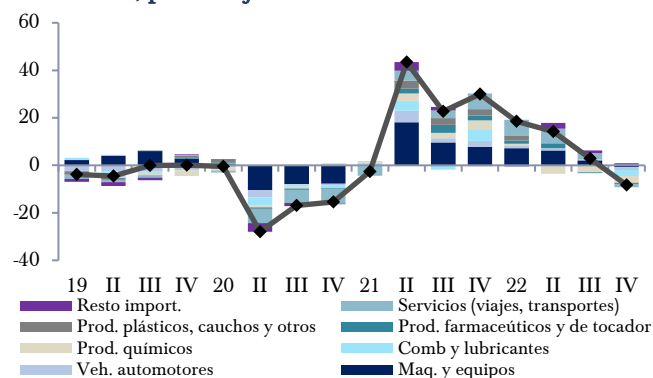
principalmente, por el menor dinamismo de las obras de construcción y por la retracción en la inversión en maquinarias y equipos. En términos acumulados, se observó una caída de 2,3% al cierre del cuarto trimestre del 2022 (gráfico III.6).

La demanda externa neta atenuó parcialmente el resultado negativo de la demanda interna. Las exportaciones de bienes y servicios presentaron un incremento interanual de 7,2%, explicado por aumento en los volúmenes de exportación de bienes como el maíz, la energía eléctrica y bebidas y tabaco. El resultado estuvo atenuado por la reducción en las exportaciones de soja, aceites y grasas vegetales. Las exportaciones de servicios se vieron impulsadas por los servicios de hoteles y restaurantes debido a la mayor entrada de turistas al país, los servicios de transformación asociados a la industria bajo el régimen de maquila y los servicios de transporte debido a mayores servicios de fletes a no residentes. La incidencia de las exportaciones de bienes fue de 0,2 p.p., en tanto que, la incidencia de las exportaciones de servicios fue de 7,0 p.p. Con este resultado, las exportaciones de bienes y servicios acumularon una disminución de 1,6% al cierre del cuarto trimestre del 2022 (gráfico III.8).

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios mostraron una caída interanual de 8,3%, explicada por la reducción en las importaciones de productos químicos, combustibles y lubricantes, vehículos automotores, maquinarias y equipos realizadas bajo el régimen de turismo. La caída fue compensada parcialmente por los incrementos en las importaciones de textiles y prendas de vestir, productos farmacéuticos y de tocador, cuero y productos del cuero, bebidas y tabacos. En los servicios, presentaron reducciones las importaciones de servicios de transporte, en particular, los servicios de fletes contratados por residentes con no residentes. La incidencia de las importaciones de bienes fue de -6,9 p.p., en tanto que la incidencia de los servicios fue de -1,4 p.p. Con este resultado, la tasa de variación acumulada de las importaciones al cierre del cuarto trimestre del 2022 fue de 5,6% (gráfico III.9).



Gráfico III.9
Componentes de las importaciones de bienes y servicios
Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2021 *	2022 *	2023(f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	-305,2	-2.713,0	78,1
Balanza Comercial	628,8	-1.909,8	715,1
Exportaciones	13.223,0	12.815,4	15.467,7
Importaciones	12.594,3	14.725,3	14.752,6
Servicios	-124,2	-198,4	-81,8
Ingreso primario	-1.343,8	-1.146,3	-1.121,3
Ingreso secundario	534,0	541,5	566,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,8	-6,6	0,2

(f) Proyección.

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central del Paraguay.

De esta manera, la demanda externa fue el componente de mayor relevancia en el incremento del PIB del cuarto trimestre del 2022, incidiendo positivamente en 5,3 p.p.. Por su parte, la demanda interna tuvo una incidencia de -3,6 p.p., explicada por la reducción registrada en la formación bruta de capital, que incidió en -3,7 p.p., y la contribución marginal del consumo total, cuyos componentes, el consumo privado y el consumo de gobierno, incidieron 1,9 p.p. y -1,8 p.p., respectivamente.

Finalmente, conforme a los indicadores adelantados de la actividad económica, el PIB del primer trimestre de 2023 cerraría con una dinámica favorable, impulsado principalmente por el efecto rebote de la agricultura (nueva zafra agrícola 2022/2023) y la recuperación sostenida en la producción de energía eléctrica de las binacionales.

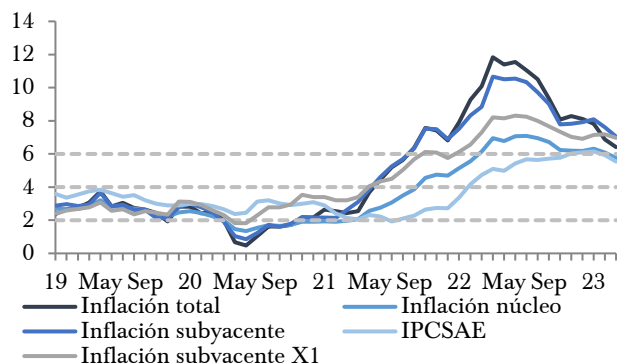
Cuenta Corriente

El déficit de la cuenta corriente para el año 2022 se ajustó al alza respecto al presentado en el IPoM de diciembre (de -6,2% a -6,6% del PIB) explicado, principalmente, por un mayor déficit de la balanza comercial. Conforme a los últimos datos disponibles, la reducción de las exportaciones de bienes fue mayor, pasando de un -2,4% a un -3,1%, mientras que las importaciones de bienes fueron corregidas levemente al alza, desde una tasa de 16,5% a una tasa del 16,9%. Al mismo tiempo, se observó un menor superávit en la balanza de ingresos secundarios, el cual fue parcialmente contrarrestado por un menor déficit en la balanza de ingresos primarios. Con los ajustes realizados se estima que el déficit de la cuenta corriente del 2022 se ubicaría en torno a USD 2.713 millones, un 6,6% del PIB, cifra superior al déficit de USD 2.571 millones del IPoM anterior, un 6,2% del PIB (tabla III.3).

Para el año 2023, si bien se mantiene la proyección de una cuenta corriente superavitaria conforme a lo proyectado en el informe anterior, además de un efecto base por los cambios en el cierre del 2022, se ha realizado un ajuste al alza en las exportaciones de bienes, con un crecimiento en torno al 20,7%, manteniéndose las buenas perspectivas de la campaña

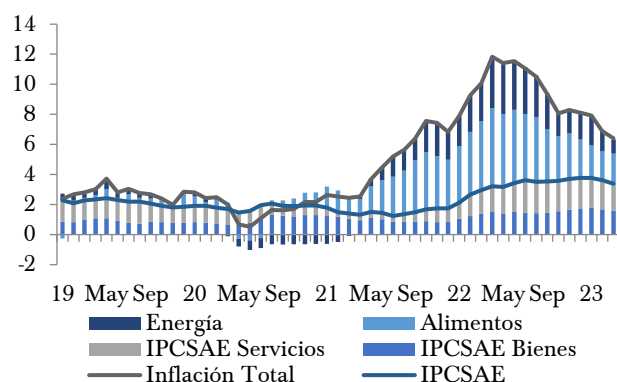


Gráfico III.10
Indicadores de inflación
Variación interanual, porcentaje



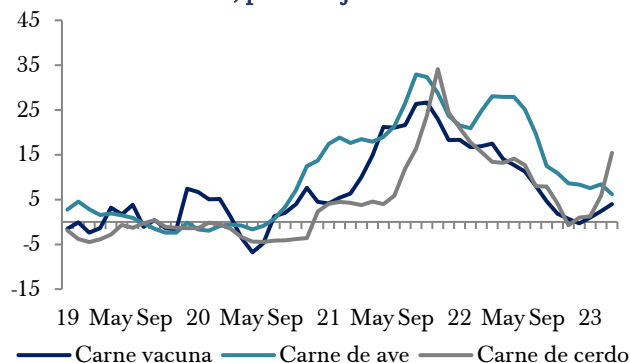
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III. 11
Inflación total
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.12
IPC carne vacuna, cerdo y aves
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

agrícola 2022/2023 pero con un mayor crecimiento esperado de las reexportaciones. Para las importaciones de bienes se proyecta un leve incremento para el 2023 en torno al 0,2%, explicado por las expectativas de un mayor nivel de importación de bienes para consumo de uso interno y mayores importaciones de bienes de capital bajo el régimen de turismo.

En base a estas correcciones, se espera que la balanza comercial arroje un superavit de USD 715 millones, un poco por debajo de los USD 818 millones del IPoM de diciembre. De esta forma, el superavit de cuenta corriente para el 2023 se ubicaría en torno a un 0,2% del PIB, levemente inferior al 0,4% reportado en el informe anterior.

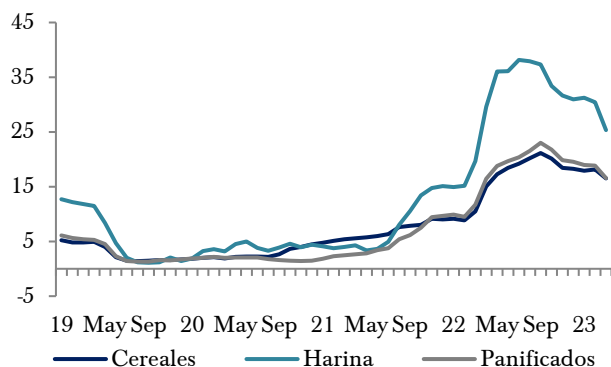
Evolución de precios

La inflación total ha venido mostrando una trayectoria descendente desde el nivel más alto registrado en abril de 2022, en línea con la convergencia hacia el rango meta en el horizonte de política monetaria (i.e 4% ±2 pp). Asimismo, las medidas que excluyen los componentes de la canasta del IPC más volátiles han exhibido una trayectoria relativamente similar, aunque todavía se ubican en niveles superiores al rango meta (gráfico III.10).

Cabe destacar, que la tasa más alta de la inflación interanual, estuvo explicado principalmente por choques externos que tuvieron un impacto directo sobre los precios de los alimentos y la energía (gráfico III.11). Al respecto, tras los incrementos de precios de los alimentos, se han registrado efectos de segunda vuelta, notándose aumentos en otros tipos de bienes como los durables y los servicios. Esto se ha reflejado también en los valores del indicador de difusión de la inflación que se encontraban por encima del promedio histórico total. Si bien aún se observa cierta persistencia inflacionaria en algunas agrupaciones de la canasta del IPC, principalmente en los alimentos, la evolución reciente de los precios de los principales *commodities* ha contribuido a la desaceleración observada en la inflación total. En este contexto, se destacan las disminuciones en la cotización del petróleo, el trigo y el maíz en el primer trimestre del

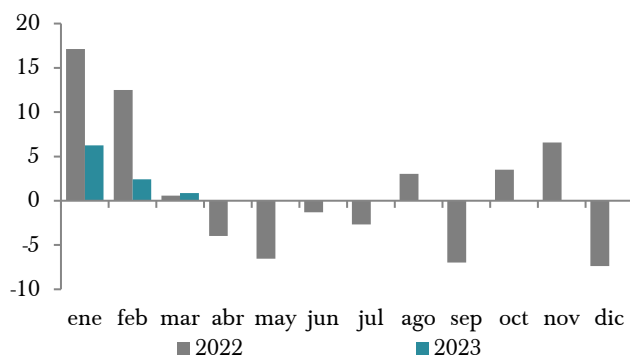


Gráfico III.13
Inflación de cereales, harina, panificados
Variación interanual, porcentaje



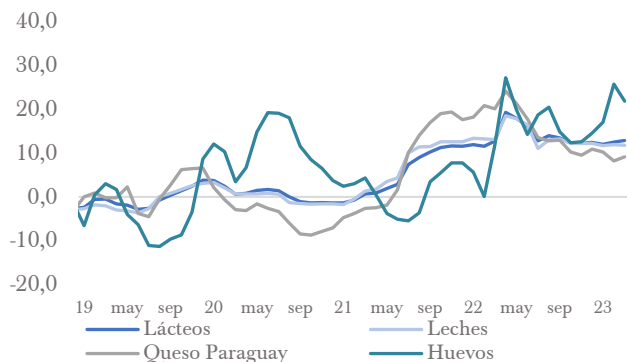
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.14
IPC frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.15
IPC de alimentos
Variaciones interanuales, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

año. Se espera que esta dinámica de los precios internacionales siga contribuyendo a la moderación en los precios domésticos, principalmente de los combustibles y alimentos.

Principales resultados

La tasa de **inflación total mensual** del mes de marzo se ubicó en 0,4%, mientras que en febrero se había registrado una inflación del 0,5%. A su vez, **la inflación interanual** observada fue del 6,4% en el mes de marzo, resultado inferior al 8,1% registrado en diciembre, manteniéndose la trayectoria descendente observada en el último trimestre de 2022. Asimismo, al considerar el indicador **IPCSAE (IPC sin alimentos y energía)**, se verificó una trayectoria descendente con una variación interanual en el mes de marzo del 5,6%, resultado menor que el del mes de diciembre (6,2%).

Los indicadores de inflación **núcleo** y **subyacente** (excluye frutas y verduras), presentaron tasas promedio interanuales inferiores en comparación al trimestre anterior. Puntualmente, la inflación núcleo y subyacente promediaron en este primer trimestre variaciones interanuales del 6,1% y 7,6% respectivamente, resultados inferiores a los observados en el trimestre anterior (6,2% y 7,8%). La inflación **subyacente X1** (que excluye frutas y verduras, servicios tarifados y combustibles) se mantuvo en el promedio interanual de 7,1% (gráfico III.10).

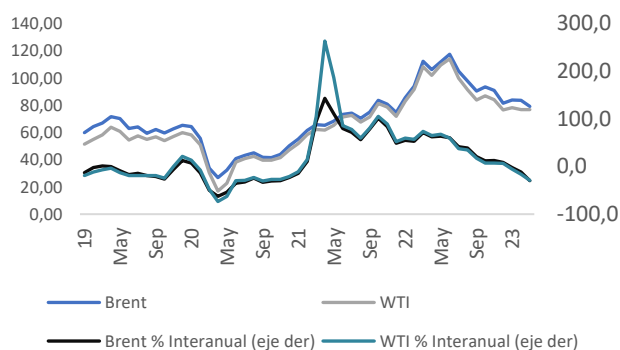
En cuanto a los **bienes alimenticios**, excluyendo frutas y verduras, si bien se ha moderado el crecimiento interanual de precios con relación a periodos anteriores, se ha mantenido un ritmo de crecimiento positivo en alguno de sus componentes (gráficos III.12, III.13, III.15).

Otros indicadores

El **IPCSAE Bienes** (aquellos bienes que excluyen alimentos y energía) alcanzó en marzo una tasa interanual del 6,4%, inferior al resultado del 6,7% obtenido en febrero. Por su parte, el **IPCSAE**

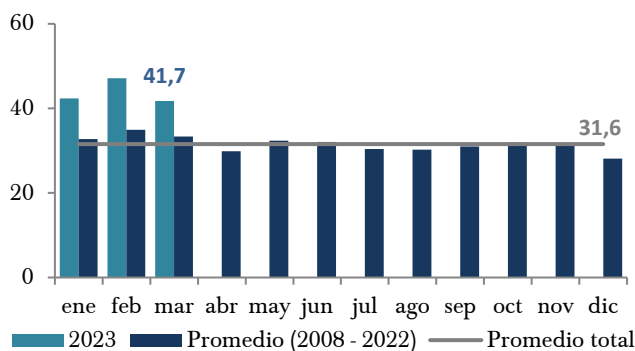


Gráfico III. 16
Cotizaciones internacionales del Petróleo
Niveles (USD por barril) y variaciones interanuales
(porcentaje)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Servicios, verificó en marzo una tasa interanual del 5%, inferior al 5,5% registrado en enero y febrero.

Por otra parte, se destaca, que el resultado de la inflación del trimestre se vio atenuado por la dinámica de precios de los productos derivados del petróleo. Las disminuciones observadas en el presente trimestre corresponden a la nafta común y a la nafta súper. La variación de precios de los combustibles alcanzó en el primer trimestre una tasa interanual promedio del 18%, inferior a la tasa del 25,4% verificada en el trimestre pasado (gráfico III.16).

Finalmente, la difusión de la inflación se ha moderado en el último periodo. Sin embargo, la misma se mantiene por encima del promedio histórico de 31,6%, explicado por los aumentos en los bienes y servicios mencionados anteriormente (gráfico III.17).



IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2022	2023	2022	2023	2024
Mundo	2,9	2,2	3,1	2,4	2,9
EE.UU.	1,8	0,4	2,1	0,9	1,2
Eurozona	3,2	-0,1	3,5	0,5	1,2
China	3	4,9	3	5,3	5
Brasil	3	0,8	3	0,9	1,7
Argentina	4,9	0,7	5,3	-0,4	1
Socios comerciales	3,2	0,6	3,2	0,6	1,9
Socios Mercosur	4,1	0,8	4,1	0,2	1,4

Fuente: Bloomberg.

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de diciembre, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para el año 2023 han sido revisadas al alza en 0,2 p.p., ubicándose actualmente en una tasa de 2,4% anual. Por otro lado, para el año 2024 se espera que el PIB mundial tenga un crecimiento de 2,9% anual (tabla IV.1). A causa de los riesgos asociados con las actuales volatilidades en el sector financiero, la persistencia de mayores costos de endeudamiento y la incertidumbre en cuanto a la prolongación de la guerra en Ucrania se mantiene la previsión de un crecimiento moderado para EEUU y la Eurozona en el presente año.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2023 mejoraron con respecto al último IPoM, pasando de 0,4% a 0,9%, explicado principalmente por los resultados más favorables a los previstos en el PIB del cuarto trimestre de 2022. Para el año 2024, el crecimiento económico previsto es del 1,2% anual.

En la Eurozona, la previsión del crecimiento del PIB para el 2023 mejoró en 0,6 p.p, pasando de una contracción de -0,1% a un leve crecimiento del 0,5%. Esta corrección se explica por un desempeño más favorable de la actividad económica del cuarto trimestre de 2022 con relación a las estimaciones iniciales y a una menor demanda de importaciones de energía. Para el año 2024, se proyecta un crecimiento del PIB del 1,2% anual.

En China, la estimación del crecimiento económico para el presente año aumentó en 0,4 p.p., pasando de 4,9% a 5,3%, la cual estaría explicada principalmente por el levantamiento, en diciembre de 2022, de sus medidas de tolerancia cero del COVID-2019. Para el año 2024, se prevé una tasa anual de crecimiento económico del 5,0% anual.

En cuanto a los principales socios comerciales del Paraguay, las perspectivas de crecimiento económico para el 2023 se mantienen desde el último IPoM en 0,6% anual, mientras que para 2024 se espera un crecimiento económico moderado con una tasa de 1,9% anual. Por su parte, las perspectivas de



Tabla IV.2
Proyecciones de Inflación
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2022	2023	2022	2023	2024
IPC EE.UU.*	8,1	4,1	8,0	4,3	2,6
PCE EE.UU.*	5,0	3,7	5,0	4,1	2,6
IPC Eurozona*	8,5	6,3	8,4	5,5	2,4
IPCA Brasil	5,8	4,8	5,8	5,7	4,1
IPC Argentina	98,2	97,6	94,8	103,8	87,9

(*) Promedio anual
Fuente: Consensus Forecasts.

crecimiento del PIB de los socios del Mercosur se revisaron a la baja para 2023, pasando de 0,8% a 0,2% anual. Para Brasil, se realizó una leve corrección al alza de 0,1 p.p. en su crecimiento del PIB del año 2023, ubicándose actualmente en 0,9%. Para el año 2024, se proyecta que la economía brasileña crezca un 1,7% anual. En lo que respecta a Argentina, se redujo el crecimiento esperado para 2023, pasando de un 0,7% a -0,4% anual. Esta revisión a la baja se explica principalmente por las condiciones monetarias más restrictivas a nivel internacional y la incertidumbre política interna. Para el próximo año, se prevé que la economía Argentina alcance una tasa de crecimiento del 1,0% anual.

En cuanto a los precios, en el plano internacional, las tasas de inflación permanecieron elevadas durante el primer trimestre del 2023, aunque se observaron mayores moderaciones en diversas economías debido, en parte, al mantenimiento de un perfil de política restrictivo por parte de los principales bancos centrales. En Estados Unidos se han elevado las proyecciones de inflación. Conforme a las estimaciones de Consensus Forecasts, se espera una tasa de inflación media anual de 4,3% para 2023, cifra superior al pronóstico reportado en el IPoM de diciembre (4,1%). Para el año 2024, se proyecta una inflación de 2,6% anual. Por otro lado, la previsión para la inflación núcleo medida por la variación del PCE (Personal Consumption Expenditure Price Index) se situaría en 4,1% anual en 2023, por encima de la proyección de diciembre (3,7%) y se ubicaría en 2,6% anual para 2024. En la Eurozona, se prevé una inflación de 5,5% anual para 2023, inferior al pronóstico de diciembre (6,3%), mientras que para el año siguiente la tasa de inflación se ubicaría en 2,4% anual (tabla IV.2).

En Argentina se proyecta una inflación del 103,8% anual para el cierre del 2023, por encima del pronóstico reportado en el IPoM de diciembre (97,6%), y para el 2024 se espera que la inflación llegue al 87,9% anual. En Brasil, la proyección de la inflación para el año corriente se ubica en 5,7% anual, cifra superior a la previsión presentada en el informe anterior (4,8%),



Tabla IV.3
Crecimiento sectorial del PIB
Variación anual, porcentaje

	2022	2023(f)	2023(i)
Sector Primario	-8,7	19,9	1,8
Agricultura	-12,7	30,0	1,8
Ganadería	-0,3	1,9	0,0
Sector Secundario	0,4	2,2	0,7
Manufactura	0,1	2,0	0,4
Construcción	-4,3	-2,6	-0,2
Electricidad y Agua	6,8	7,9	0,5
Sector Terciario	1,6	3,3	1,6
Gobierno General	-0,5	3,7	0,3
Comercio	3,4	3,2	0,4
Otros Servicios ^e	1,6	3,2	0,9
Impuestos	0,5	4,0	0,3
PIB a precios de mercado	0,1	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	0,7	2,5	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla IV.4
Crecimiento económico y cuenta corriente
Variación anual, porcentaje

	2022	2023 (f)
PIB	0,1	4,5
Demanda Interna	2,5	-0,9
Formación bruta de capital	7,1	-12,6
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-2,5
Consumo total	1,0	3,0
Consumo privado	2,2	3,2
Consumo público	-5,7	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	-1,6	18,3
Importaciones de bienes y servicios	5,6	1,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	0,2
FBKF (% del PIB nominal)	21,8	21,1

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

mientras que para el 2024 la inflación esperada llegaría al 4,1% anual (tabla IV.2).

Por otra parte, se prevé que el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubique, en promedio, en 5,1% anual en 2023, cifra superior a la indicada en el informe de diciembre (4,7%), mientras que alcanzaría un rendimiento promedio de 4,1% anual en 2024. Por el lado del rendimiento promedio de los bonos del tesoro a 10 años, estos obtendrían una tasa promedio de 3,6% anual para 2023, por debajo del rendimiento promedio señalado en el informe anterior (3,9%), y una tasa de 3,5% anual para 2024.

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB se mantuvo en 4,5%, no obstante, se registraron cambios en algunos sectores económicos. El repunte en el crecimiento económico estimado para el 2023 se encuentra explicado por la recuperación de la agricultura y de los sectores vinculados a la misma, tras un magro desempeño en el 2022, así como por una mayor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, en línea con las buenas condiciones climáticas registradas y las perspectivas favorables para los próximos meses. Asimismo, se espera un buen dinamismo del sector terciario, principalmente comercio y otros servicios. De esta forma, el escenario base contempla un crecimiento del PIB para el 2023 que se mantiene similar a la última proyección de 4,5% realizada en diciembre de 2022, aunque se han registrado algunos cambios en las proyecciones de algunos sectores. En particular, la mejora en el caudal hídrico del Río Paraná y las expectativas de una mayor producción de energía eléctrica permitió una revisión al alza en la proyección de electricidad y agua pasando de un 4,8% a un 7,9%. Esta mejora se encuentra atenuada por una corrección a la baja en las construcciones (de 0,5% a -2,6%), debido a un menor ritmo en la ejecución de obras tanto públicas como privadas. En el sector primario, si bien el crecimiento para la agricultura se mantuvo sin cambios (30%), la ganadería se revisó ligeramente a la baja de un 2,3% a un 1,9%, debido a un menor faenamiento esperado del ganado bovino, contrarrestado por una mayor producción de otras



Tabla IV.5: Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2022	2023(f)	2024(f)	2025(f)
Inflación IPC diciembre (*)	8,1	4,5	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	7,9	4,3	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección realizada con datos al mes de marzo de 2023.

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

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2025

Fuente: Banco Central del Paraguay.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay.

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



Fuente: Banco Central del Paraguay.

carnes (cerdos y aves). En cuanto al sector terciario, se espera una expansión levemente superior (de 3,2% a 3,3%) respecto a la proyección anterior, destacándose la dinámica positiva en restaurantes y hoteles. Desde la perspectiva del PIB por el lado del gasto, se prevé un mayor dinamismo de la demanda externa neta, impulsado por una revisión al alza en las exportaciones (de 12,4% a 18,3%). Los factores que contribuyeron en este cambio son una mayor exportación estimada de energía eléctrica, el buen dinamismo observado en las maquilas y un ajuste al alza en las reexportaciones. Con relación a la demanda interna, se espera una incidencia negativa de la inversión, compatible con la trayectoria prevista para el sector de la construcción e importaciones de maquinarias y equipos por debajo de lo anticipado, aunque atenuada por un crecimiento en el consumo tanto público como privado. La mejora en la confianza de los consumidores, en línea con el repunte de los indicadores de actividad y la desaceleración de la inflación, sustentan el ajuste al alza en el consumo privado de un 2,8% a un 3,2% (tablas IV.3 y IV.4).

La proyección de la inflación para el cierre de 2023 se ajustó al alza respecto al IPoM anterior, de 4,1% a 4,5%. Este ajuste en la proyección de la inflación está explicado por una persistencia mayor a la prevista en los precios de los alimentos y por la depreciación del guaraní, particularmente registrada a inicios del año, que elevó los precios de los productos importados. Al mismo tiempo, la mayor incertidumbre respecto a potenciales nuevos choques externos y los eventuales ajustes en los costos de producción interna, elevaron la variabilidad de los pronósticos de la inflación. De este modo, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación continuaría su proceso de desaceleración -aunque a un ritmo más moderado de lo previsto, e iría convergiendo hacia el centro del rango meta del 4% hacia inicios del año que viene, manteniéndose en torno a ese nivel hasta finales del 2024 (tabla IV.5).



Escenarios de riesgos

En el entorno internacional, persiste un escenario complejo y un panorama de mayor incertidumbre. Esto podría afectar las perspectivas económicas y la inflación mundial. Las recientes turbulencias que se han desatado en el sistema financiero de algunas economías avanzadas, de persistir, podría representar un riesgo a las condiciones financieras mundiales que podría deteriorar el crecimiento económico global. No obstante, este escenario implicaría menores presiones sobre la inflación, lo cual condicionaría el actual perfil restrictivo de política monetaria de los bancos centrales. Por otro lado, la reapertura de la economía China podría generar una mayor demanda de *commodities*, que, combinado con restricciones de oferta, por una intensificación de la guerra entre Rusia y Ucrania que continua latente, podría presionar al alza los precios de las materias primas. En este escenario, una inflación externa más persistente a la esperada podría retrasar la convergencia de la inflación doméstica a la meta. Por otro lado, en términos de crecimiento, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento global podría impactar negativamente en la dinámica de la actividad por una menor demanda externa. No obstante, esto podría ser atenuado por mayores ingresos por exportaciones de *commodities* debido a mayores precios a los esperados en el IPoM anterior.

En la región se espera una desaceleración del crecimiento en comparación al año pasado. Además, se pronostica una inflación que superará la meta establecida por los bancos centrales. La actividad económica regional mostraría un crecimiento más moderado debido, en parte, a condiciones financieras externas más restrictivas y términos de intercambios menos favorables a los observados en años recientes. En cuanto a la inflación, si bien se ha observado una desaceleración interanual en algunos países de la región, aún se encuentra por encima de los objetivos de política monetaria. Al respecto, los bancos centrales han comunicado que mantendrán un perfil de política restrictivo hasta asegurar que la evolución de los precios sea consistente con el cumplimiento de sus metas de inflación. En Brasil, se ha registrado un



menor pesimismo en los índices de confianza empresarial y del consumidor a finales del primer trimestre, aunque persiste la incertidumbre derivada del entorno internacional, de los costos de financiamiento doméstico elevados y del avance de las reformas anunciadas en el sector fiscal. En cuanto a Argentina, las perspectivas de crecimiento han empeorado, mientras que la inflación continúa acelerándose. Además, persiste la incertidumbre con respecto al cumplimiento de las metas del programa con el Fondo Monetario Internacional. Dado este panorama, un crecimiento menor al esperado de los principales socios comerciales regionales podría debilitar las expectativas de crecimiento para este año por una menor demanda externa.

En el plano local, los riesgos para la actividad económica se derivan principalmente de la evolución del clima. En los últimos meses, las condiciones climáticas han sido favorables, beneficiando a los cultivos de soja, maíz y trigo. Sin embargo, existe la probabilidad de ocurrencia del fenómeno climático (“el niño”) en los próximos meses, que, en caso de materializarse, tendría sus implicancias sobre la actividad económica, en especial sobre el sector de la construcción y la ganadería. Adicionalmente, en los últimos meses se han manifestado inconvenientes administrativos que podrían afectar al transporte de los productos comercializados, lo cual podría impactar negativamente en el valor de dichos productos. Finalmente, se sigue observando una mayor volatilidad de la inflación respecto a periodos de prepandemia, lo cual representa un factor de riesgo para la trayectoria de la inflación esperada. Así mismo, durante el año se prevé ajustes del salario mínimo que podría ejercer presiones adicionales sobre la inflación durante el año.



Recuadro I: Traspaso del tipo de cambio a los precios, un enfoque micro³

Introducción

Bajo un esquema de metas de inflación, la autoridad monetaria realiza un análisis continuo de las variables externas y domésticas que son relevantes en la determinación de los precios. Una de las variables más importantes en el análisis económico en una economía pequeña y abierta como Paraguay es el tipo de cambio. Teniendo en cuenta que en este tipo de economías una parte importante de la canasta de consumo es importada, entender el efecto del tipo de cambio en los precios de los bienes que componen la canasta es relevante.

El presente recuadro tiene como objetivo analizar el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los índices de precios de cada uno de los bienes y servicios que conforman la canasta del IPC. Los resultados indican que existe una importante heterogeneidad en los *pass-through* estimados, tanto en magnitud como velocidad de los traspasos.

Descripción del método empírico

Para estimar la relación empírica entre las variables, se usó un modelo Autorregresivo de Rezagos Distribuidos (ARDL, por sus siglas en inglés). La ecuación estimada está dada por:

$$dP_{it} = a + \sum_{j=1}^k \alpha_{ij} \cdot dP_{i,t-j} + \sum_{j=0}^k \beta_{ij} \cdot dUSD_{t-j} + \sum_{j=0}^k \gamma_{ij} \cdot dPW_{t-j} + \varepsilon_{it}$$

donde:

- P_i : logaritmo del índice de precios del componente i del IPC
- USD : logaritmo del tipo de cambio guaraní/dólar
- PW : logaritmo del índice de precios de *commodities* relevantes para Paraguay
- ε_i : término de error estocástico
- d : operador de diferencias
- k : número de rezagos en la regresión

Se han considerado 451 índices de precios de bienes y servicios, que conforman la totalidad de los productos de la canasta del IPC. De estos, 269 son bienes (o servicios) nacionales y 182, bienes importados. El tipo de cambio utilizado fue el guaraní/dólar.

El precio de un bien en moneda local puede verse afectado, no solo por una variación del tipo de cambio, sino también por otros factores, como costos de insumos para su producción más elevados. Con el objetivo de capturar, al menos en parte, el efecto de estos otros factores, se decidió incluir el Índice de Precios de *Commodities* Relevantes para Paraguay (ICCPRY) como regresor adicional. La inclusión de esta variable busca capturar la evolución de los costos de producción.

Para el cálculo del traspaso en el tiempo de una depreciación del tipo de cambio a los índices de precios, se partió de las ecuaciones previamente estimadas. Así, el traspaso instantáneo (en $t=0$) está dado por el coeficiente estimado de la variación contemporánea del tipo de cambio:

³ El presente recuadro presenta un **resumen** de un Boletín Macroeconómico a ser publicado próximamente. El documento estará disponible en el siguiente enlace: <https://repositorio.bcp.gov.py/handle/123456789/10>



$$TTC_0 = \beta_{i0},$$

donde TTC es el Traspaso del Tipo de Cambio. En $t=1$, el *pass-through* está dado por:

$$TTC_1 = \beta_{i1} + \beta_{i0} \cdot \alpha_{i1}$$

En $t=2$:

$$TTC_2 = \beta_{i2} + \alpha_{i1} \cdot (\beta_{i1} + \beta_{i0} \cdot \alpha_{i1}) + \alpha_{i2} \cdot \beta_{i0}$$

Los traspasos para los meses siguientes se construyeron siguiendo la misma lógica. Adicionalmente, se procedió al cálculo de bandas de confianza a partir de simulaciones Monte Carlo, siguiendo el procedimiento descrito en Soffer (2006)⁴.

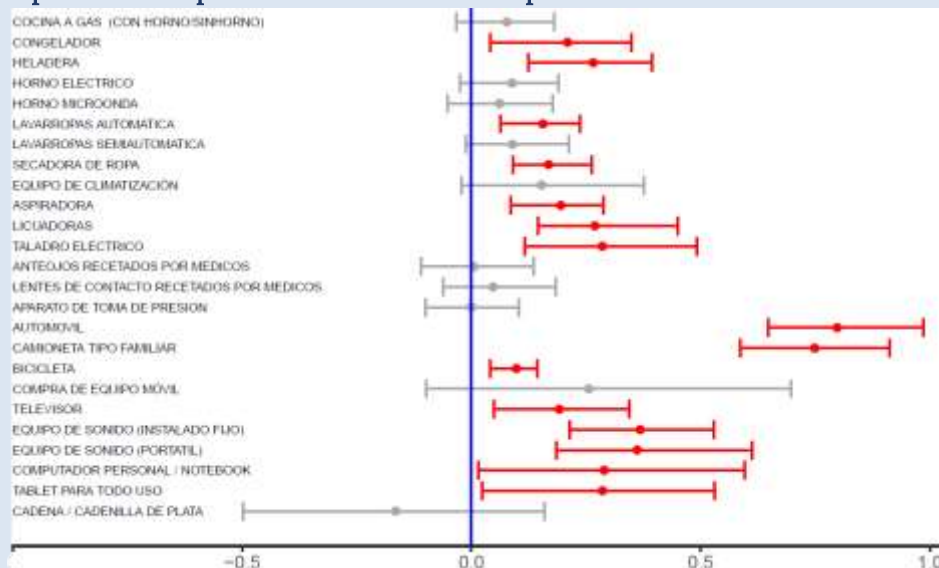
Resultados

Partiendo de los índices de precios de bienes y servicios importados, la clasificación de los mismos de acuerdo con su durabilidad (durables, no durables y semi-durables) permitirá comprender más de cerca el cambio de sus precios ante variaciones del tipo de cambio, a través de la distinción de características clave en cada subgrupo.

Al respecto, el Gráfico I muestra el traspaso acumulado a dos años junto con las bandas de confianza para cada uno de los bienes importados durables. Como puede observarse, estos bienes tienden a mostrar un traspaso estadísticamente significativo (en rojo), aunque incompleto, es decir, por debajo de 1. Además, existen bienes cuyos precios presentan un tamaño de traspaso relativamente alto, como los automóviles, en tanto que otros, como los electrodomésticos, traspasos más bajos.

Gráfico I. Bienes importados durables

Traspaso de una depreciación de 1% del TC a los precios. Variación acumulada de 2 años



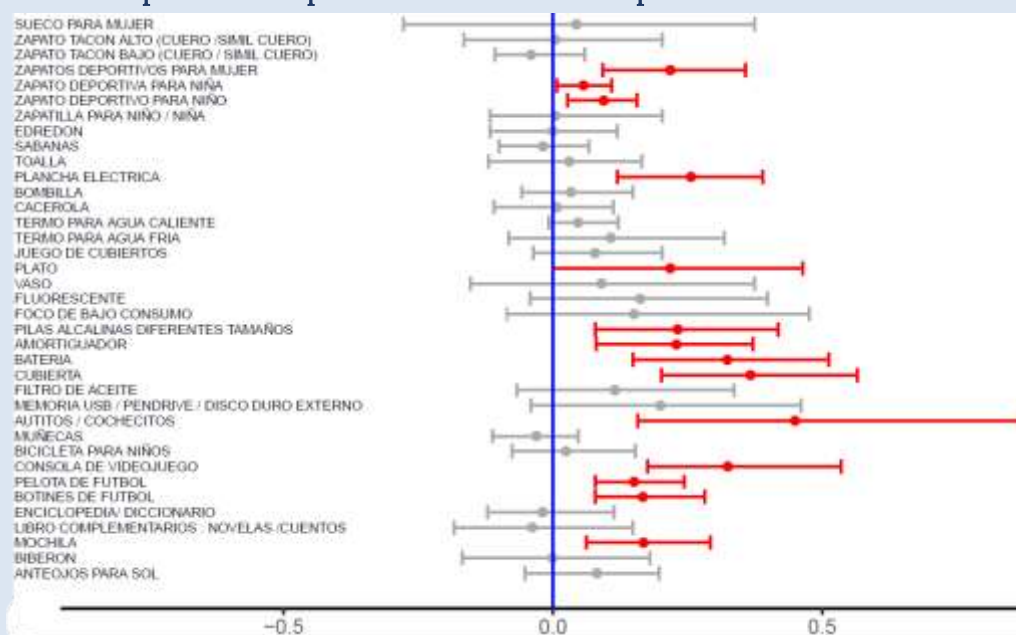
Con relación a los bienes importados semi-durables, que se observa en el Gráfico II, se observa una importante heterogeneidad, no solo en el tamaño de los traspasos, sino también en la amplitud de las bandas de confianza. Algunos ejemplos de bienes que muestran traspasos estadísticamente significativos a variaciones del tipo de cambio son los calzados deportivos y repuestos de vehículos. En la misma línea de los bienes semi-durables, en los importados no durables, el tamaño de los traspasos y su significancia

⁴ Soffer, Y. (2006). *Exchange-rate pass-through to the Consumer Price Index: A Micro Approach*. Bank of Israel.



estadística también varían significativamente de producto a producto, con la mayoría de los índices presentando trasposos no significativos.

Gráfico II. Bienes importados semi-durables
Traspaso de una depreciación de 1% del TC a los precios. Variación acumulada de 2



De acuerdo con los cálculos realizados, el traspaso total de una depreciación de 1% del tipo de cambio a la inflación, calculado a partir de los trasposos estadísticamente significativos de cada producto (nacional o importado) ponderado por su respectivo peso dentro de la canasta del IPC, es de 0,12% al cabo de dos años, porcentaje en línea con los obtenidos por otros estudios. Aproximadamente el 70% del traspaso total calculado está explicado por los bienes importados. El resto se encuentra explicado por los bienes (y servicios) nacionales. En la categoría de productos nacionales, los trasposos estadísticamente significativos están concentrados en unos pocos bienes: los precios de servicios de telefonía móvil y servicios de internet, paquetes turísticos, cortes premium de carne y motocicletas.

El reducido traspaso observado para la mayoría de los índices de bienes puede atribuirse a distintos motivos. Una posible explicación para los bajos trasposos que presentan ciertas categorías es el grado de competencia local. Cabría esperar que una mayor competencia local limite los trasposos, ya que las firmas importadoras pierden competitividad frente a firmas locales si incrementan sus precios en respuesta a una depreciación del tipo de cambio. De hecho, observando los resultados de las estimaciones, se aprecia que, los mayores trasposos se dan en categorías con baja competencia local, como vehículos automotores, electrodomésticos y otros equipos electrónicos. Otra explicación estaría relacionada con el contenido local de los bienes importados (por ejemplo, los costos de transporte).

Nótese que la falta de un control adecuado que capture la evolución de los costos de producción podría constituir una limitante del trabajo. Incluir un mejor control resulta complejo, teniendo en cuenta el nivel de desagregación de los índices empleados, y la falta de información sobre el origen de las importaciones.



Tamaño de los coeficientes calculados en los índices de precios de bienes importados

Clasificando por rangos el tamaño de cada uno de los traspasos calculados al término de dos años, se obtuvieron los siguientes resultados.

**Tabla I. Traspasos del TC a los precios
Agrupación por tamaño de los coeficientes calculados**

		<u>Traspasos acumulados al mes 24</u>		
		Rangos	Cantidad	Porcentaje
Significativos en M24	No significativos en M24		115	63,2%
		$x < 0$	8	4,4%
		$0 < x < 0,2$	16	8,8%
		$0,2 < x < 0,4$	28	15,4%
		$0,4 < x < 0,6$	9	4,9%
		$0,6 < x < 0,8$	3	1,6%
		$0,8 < x$	3	1,6%
		Total	182	100%

En la Tabla I, se observa que, para 115 de los 182 bienes importados (63,2%), no puede rechazarse la hipótesis de que el traspaso a precios sea igual a cero. Este número elevado de bienes donde el traspaso del tipo de cambio a precios fue estadísticamente no significativo ayuda a entender por qué el traspaso a la inflación total es bajo (0,12% ante un shock del tipo de cambio de 1%), a pesar de que el peso de la canasta de bienes importados en el IPC se ubica en torno al 27,5%.

Además, mirando el tamaño de los traspasos estadísticamente significativos, la mayoría se encuentra en niveles bajos o intermedios, en tanto que solo unos pocos poseen traspasos cercanos a ser completos (1,6%).

Velocidad del traspaso en los índices de precios de bienes importados

No solo el tamaño del *pass-through* a precios es importante a la hora de entender la dinámica de la Función Impulso Respuesta (FIR), sino también la trayectoria que mes a mes sigue el traspaso luego de un shock al tipo de cambio. Al considerar esta dinámica, se puede observar que algunos productos tienden a ajustar más velozmente sus precios en comparación con otros.

En las tablas siguientes (II y III), la velocidad de traspaso se agrupó en 5 rangos, con el fin de identificar aquellos precios más sensibles al tipo de cambio en el corto plazo. La velocidad de traspaso se midió a través de la relación entre el traspaso en el primer mes⁵ y el acumulado en 2 años, expresada en porcentaje. De esta manera, cuanto más alto es el porcentaje, más elevada es la velocidad.

Como puede apreciarse, si bien gran parte de los índices de precios tienen velocidades relativamente bajas, también existe cierta heterogeneidad en las cantidades que se incluyen en los distintos rangos.

⁵ De la misma manera, se consideró el traspaso acumulado durante el primer trimestre como numerador.



Tablas II y III. Velocidad de traspasos del TC a los precios.

Agrupación por rangos.

<u>Velocidad de traspasos del TC</u> (Traspaso en M1 / Traspaso acumulado en M24)			<u>Velocidad de traspasos del TC</u> (Traspaso al M3 / Traspaso acumulado en M24)		
Rangos	Cantidad	Porcentaje	Rangos	Cantidad	Porcentaje
0<x≤20	22	40,7%	0<x≤20	15	22,4%
20<x≤40	17	31,5%	20<x≤40	8	11,9%
40<x≤60	5	9,3%	40<x≤60	18	26,9%
60<x≤80	8	14,8%	60<x≤80	16	23,9%
80<x	2	3,7%	80<x	10	14,9%
Total	54	100%	Total	67	100%

A fin de explorar las posibles causas de las diferencias observadas en la rapidez de los traspasos, resulta ilustrativo enfocarse en los dos índices que presentan velocidades más elevadas, que corresponden a automóviles y camionetas. Una característica distintiva de automóviles y camionetas es que sus precios se encuentran fijados mayormente en dólares. Teniendo en cuenta que las empresas no revisan sus precios de forma continua -esto es, la presencia de rigideces de precios en la economía- la moneda de fijación de precios es clave para determinar la velocidad de traspaso.

Dadas las rigideces de precios, productos cuyos precios se fijan en moneda local reflejarán el impacto de variaciones en el tipo de cambio de manera gradual, mientras que bienes cuyos precios se fijan en dólares reflejarán las variaciones del tipo de cambio de forma automática.



Recuadro II: Efectos del canal crediticio en el producto y la política monetaria⁶

Introducción

El canal crediticio se basa en el rol especial que juega el sector financiero en el ciclo económico. En el modelo canónico del ciclo real de los negocios, las condiciones financieras y crediticias no generan efectos reales. Sin embargo, como lo argumentaban Gertler (1988) y Bernanke (1999) existe otra corriente en la macroeconomía que otorga un rol más importante a las condiciones del mercado crediticio. Por ejemplo, la crisis financiera del 2008-09 ha demostrado que disrupciones crediticias pueden tener efectos no despreciables en la actividad económica. Por lo tanto, se vuelve relevante comprender los posibles efectos de la dinámica del crédito en el ciclo económico, así como para la política macroeconómica; más aún, luego de las recientes señales de stress financiero en algunas economías avanzadas.

El presente recuadro tiene como objetivo analizar los efectos del canal crediticio en la inflación y la brecha del producto por medio de impulsos-respuestas en un modelo semi-estructural de proyección trimestral y sus posibles implicancias para la política monetaria. Los resultados sugieren que choques negativos a los créditos reales pueden tener efectos contractivos para la actividad económica. Por otra parte, la inclusión del canal financiero acelera los efectos de la política monetaria, tanto en magnitud como velocidad de los traspasos en la actividad económica. Un análisis más profundo de los efectos del mercado de crédito podría ayudar a explicar mejor la respuesta de la economía ante cambios en la política monetaria.

Importancia del canal crediticio en el ciclo de los negocios

El canal de crédito es un mecanismo por el cual la política monetaria afecta a la economía real a través del sistema bancario. El concepto de canal de crédito se originó en Bernanke y Blinder (1988), quienes demostraron que los cambios en la tasa de política monetaria podrían tener un impacto significativo en la actividad crediticia y, en consecuencia, en la actividad económica. Desde entonces, el canal de crédito ha sido ampliamente estudiado en la literatura, con muchos investigadores explorando diversos aspectos del canal.

El ciclo económico puede verse influenciado por el canal crediticio, al afectar la disponibilidad y los términos sobre los que se contratan los créditos, lo que amplifica los efectos del canal de tasas de interés. En particular, en un entorno de mayores tasas de interés, los bancos pueden decidir restringir el otorgamiento de financiamiento en la medida en que perciban un mayor grado de riesgo asociado a los proyectos de inversión. Asimismo, la posición financiera de las empresas puede verse afectada de tal forma que su capacidad para hacer frente a sus compromisos

⁶ El presente recuadro presenta un **resumen** de un Boletín Macroeconómico a ser publicado próximamente. El documento estará disponible en el siguiente enlace: <https://repositorio.bcp.gov.py/>



financieros se vea mermada y, en consecuencia, su riesgo aumente. Este canal también refleja el efecto del cambio en las tasas de interés sobre la voluntad de los hogares a sustituir consumo presente por futuro.

En este sentido, un aspecto importante del canal de crédito es su capacidad para afectar la oferta de crédito. Cuando la política monetaria se endurece, los bancos pueden verse obligados a endurecer los estándares de préstamo o reducir los préstamos a los prestatarios, lo que puede tener un efecto dominó en toda la economía. Esto se debe a que las empresas que dependen del crédito para operar pueden tener dificultades para obtener financiamiento, y a los consumidores les puede resultar más difícil obtener hipotecas, préstamos para automóviles y otros tipos de crédito. Como resultado, la actividad económica puede desacelerarse, lo que lleva a una menor producción, empleo e inflación.

Otro aspecto del canal de crédito es su capacidad para afectar la demanda de crédito. Cuando las tasas de interés suben, los consumidores pueden estar menos dispuestos a pedir prestado y, en cambio, pueden optar por ahorrar más. Esto puede reducir el consumo y la inversión, ralentizando aún más la economía. Además, aquellos que optan por pedir prestado pueden enfrentar mayores costos de endeudamiento, lo que puede reducir su capacidad de gastar e invertir, frenando aún más la actividad económica.

Algunas investigaciones también han explorado el papel del canal de crédito en la transmisión de la política monetaria a través de diferentes tipos de prestatarios y prestamistas. Por ejemplo, algunos estudios han demostrado que las pequeñas empresas, que dependen más del financiamiento bancario, pueden ser más sensibles a los cambios en la política monetaria que las corporaciones más grandes. Del mismo modo, algunas investigaciones han demostrado que los bancos con balances más débiles pueden verse más afectados por los cambios en la política monetaria que los bancos más sanos.

La literatura sobre el canal crediticio ha explorado el mecanismo por el cual la política monetaria afecta a la economía real a través del sistema bancario. El canal puede afectar tanto a la oferta como a la demanda de crédito y puede tener impactos diferenciales en diferentes tipos de prestatarios y prestamistas. Se necesita más investigación para comprender completamente las complejidades del canal de crédito y su papel en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, está claro que el canal de crédito es un mecanismo importante que los bancos centrales deben considerar al tomar decisiones de política monetaria.

Análisis de datos

En los últimos 10 años (2013-2022) la tasa promedio de crecimiento del PIB ha sido cercano al 3,23%. Al mismo tiempo, se ha observado en este periodo una profundización del crédito en términos reales⁷, especialmente durante el auge de los

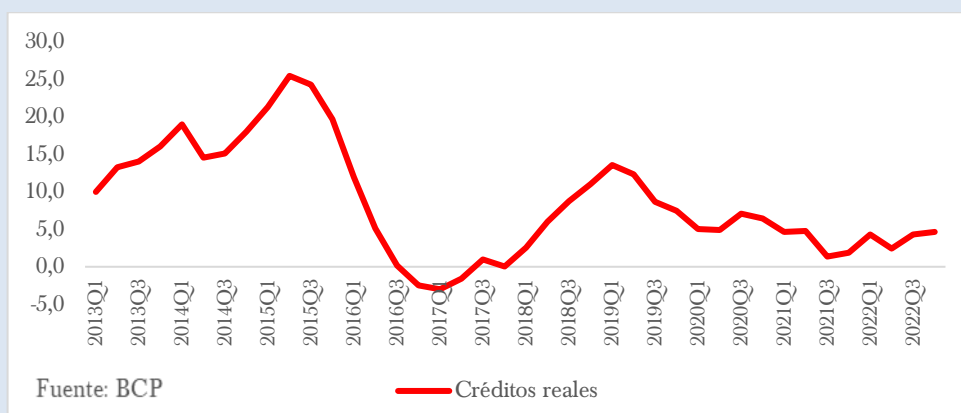
⁷ Los créditos reales son el total de saldos de crédito del sistema bancario deflactados por el IPC



commodities (entre el 2013 y el 2015). Mientras que el crecimiento se ha moderado en los últimos 5 años, aun así, el crecimiento promedio ha sido de 6,10%, mayor al crecimiento del producto.

La profundización del crédito en la economía puede tener varias implicancias, tanto positivas como negativas. Por un lado, una mayor disponibilidad de crédito puede fomentar la inversión y el crecimiento económico, al permitir a las empresas financiar proyectos y expandir sus operaciones. Además, también puede mejorar el acceso al crédito para los hogares y permitirles financiar gastos importantes, como comprar una casa o un automóvil.

Gráfico I. Crecimiento de los saldos reales de crédito (variación interanual)
Periodo (2013q1 – 2022q4)

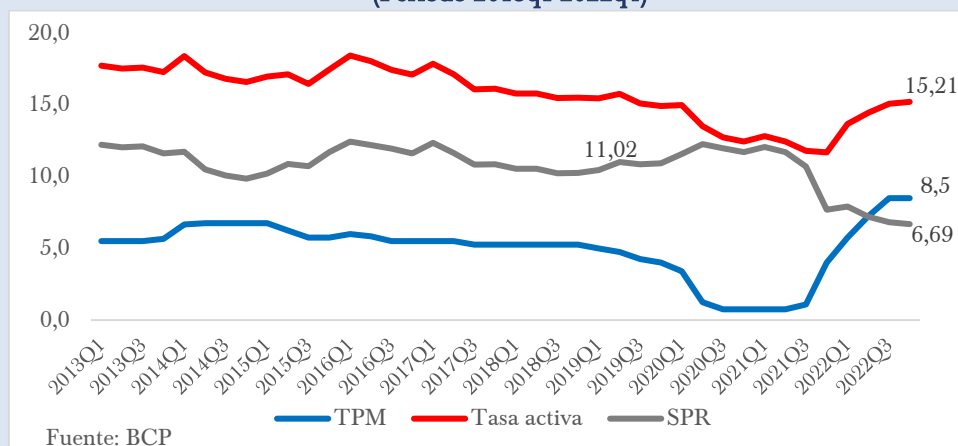


Sin embargo, también puede haber implicaciones negativas. Por ejemplo, si el crédito se otorga a tasas de interés muy altas, puede generar una carga de deuda insostenible para las empresas y los hogares. Además, si el crédito se otorga sin garantías adecuadas, puede aumentar el riesgo de impago y debilitar el sistema financiero. También puede generar una burbuja de crédito, en la que el exceso de crédito disponible lleva a la especulación y a precios inflados en ciertos sectores.

La tasa de interés activa es otra variable que puede influir en el ciclo económico, la misma refleja el costo del crédito para la economía en general. El banco central utiliza la tasa de política monetaria para tratar de influir en la economía y controlar la inflación al fijar la dirección general de las tasas de interés en la economía. Las tasas activas del sistema bancario están directamente relacionadas con la TPM (Tasa de Política Monetaria), aunque otros factores también pueden influir en ellas (como la demanda de crédito, el nivel de riesgo crediticio, los costos de financiación, así como la competencia entre bancos).



Gráfico II. Evolución de la tasa de interés activa y la TPM
(Periodo 2013q1-2022q4)



Si bien la TPM es una referencia, el sistema financiero puede modificar sus tasas dependiendo de su lectura del mercado. Como se observa en el Gráfico II, el diferencial entre la tasa activa⁸ y la TPM ha permanecido relativamente estable durante el periodo 2013-2020, en torno a 11 puntos porcentuales. Sin embargo, en los últimos dos años se observa una reducción, viéndose un ajuste más gradual en las tasas activas respecto a los cambios en la TPM.

Metodología

Elaborando en base al modelo semi-estructural de proyección (MSE) utilizado en el Banco Central de Paraguay para las proyecciones macroeconómicas, se procedió a la incorporación de un conjunto de ecuaciones que reflejan la dinámica de este sector crediticio. El modelo MSE consiste en una serie de ecuaciones equivalentes generales derivadas de modelos Neo-Keynesianos. El bloque crediticio fue representado con la adición de un bloque de ecuaciones interrelacionadas para créditos, diferenciales de tasas de interés, y provisión de pérdidas por préstamos y ratio de solvencia. Estas ecuaciones afectan directamente a la actividad económica. En cuanto a los efectos sobre la inflación y el tipo de cambio, estos ocurren indirectamente a través de los canales del modelo original.

$$y_t^{gap} = \beta_1 * y_{t-1}^{gap} + \beta_2 * y_{t+1}^{gap} + \beta_3 * MCI_t + \beta_4 * y_t^{fgap} + \beta_5 * FCI_t + \varepsilon_{yt}$$

$$MCI_t = \beta_6 * r_t^{gap} + (1 - \beta_6) * z_t^{gap}$$

$$FCI_t = \beta_7 * cr_t^{gap} + \beta_8 * spr_t + (1 - \beta_7 - \beta_8) * llp_t^{gap}$$

donde:

y_t^{gap} es la brecha del producto doméstica

y_t^{fgap} es la brecha de producto externa

MCI_t es el índice de condiciones monetarias reales

⁸ La tasa activa es el promedio ponderado de tasas de interés sobre el saldo de la cartera de crédito.



r_t^{gap} es la brecha de tasa de interés real

z_t^{gap} es la brecha de tipo de cambio real

FCI_t es el índice de condiciones financieras

cr_t^{gap} es la brecha de créditos real

spr_t es el diferencial de tasa de interés activa respecto a la TPM

llp_t^{gap} es la brecha de provisiones reales por pérdidas

Por su parte, el canal crediticio se modeló con la siguiente estructura:

$$spr_t = i_{loan,t} - i_t$$

Donde el diferencial de tasas está expresado como la diferencia entre la tasa de créditos sobre saldos de cartera y la tasa de política monetaria.

$$i_{[loan,t]} = c1 * i_{loan,t-1} + (1 - c1) * (c2 * i_t + c3 * llp_t^{gap} + c4 * CAR_t) + \epsilon_{i_{loan,t}}$$

La tasa de créditos posee persistencia, capturada por su valor rezagado, así como de la TPM (la cual actúa como referencia para el mercado financiero), así como también depende de las provisiones por pérdida y del ratio de solvencia. La intuición sugiere que el efecto de todos estos componentes es positivo.

$$cr_t^{gap} = d1 * cr_{t-1}^{gap} + d2 * y_{t-1}^{gap} - d3 * (spr_t) + \epsilon_{cr,t}$$

En cuanto a la dinámica de la brecha del crédito, se modela con persistencia, así como retroalimentado por la brecha del producto. Sin embargo, mayores diferenciales de tasas de interés llevan a una desaceleración del crédito, reduciendo su brecha.

$$llp_t^{gap} = p1 * llp_{t-1}^{gap} - p2 * y_{t-1}^{gap} + p3 * cr_{t-1}^{gap} + \epsilon_{llp,t}$$

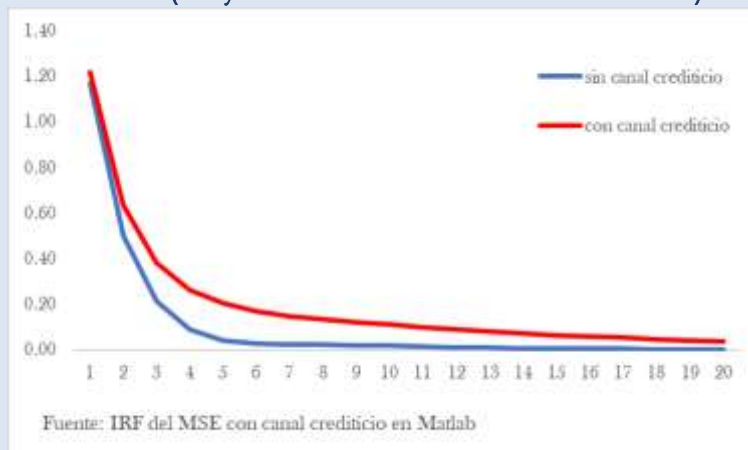
Similarmente, la brecha de provisiones por pérdida de préstamos posee persistencia y están relacionadas de manera negativa al ciclo económico, con mayor dinamismo de la economía, la probabilidad de impagos disminuiría. Sin embargo, una brecha de crédito superior a la del producto podría llevar a un sobre endeudamiento de la economía, aumentando posiblemente las pérdidas por créditos.

Análisis de impulsos respuesta

El gráfico III sugiere que el sector financiero puede ser relevante en el ciclo económico, aumentando el efecto de los choques, tanto en magnitud como en su persistencia, acelerándolo en períodos de expansión, o contrayéndolo aún más en recesiones.



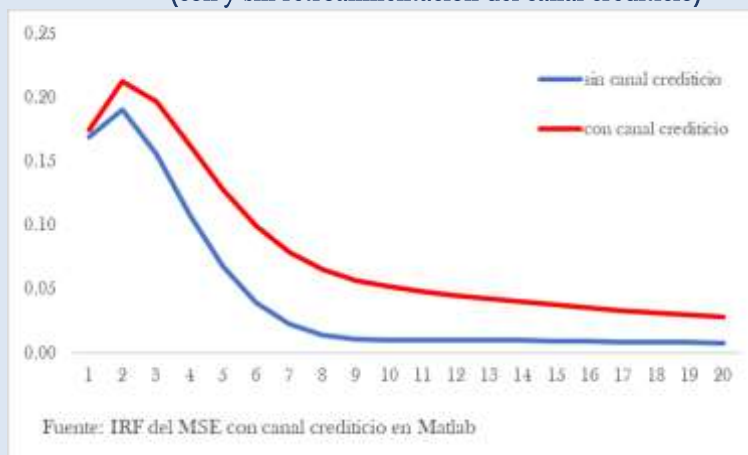
Gráfico III. Respuesta de la brecha del producto a un choque de demanda (con y sin retroalimentación del canal crediticio)



El mecanismo de transmisión del choque positivo de demanda resulta en una mayor producción, lo que a su vez aumenta la demanda de crédito y reduce las previsiones de incumplimiento del sistema bancario. De esta manera, proporcionando un efecto de aceleración. En el ejercicio realizado, la brecha de producto se vuelve en promedio 0.09 p.p. más elevada luego de un choque de demanda.

Similarmente, ante una reducción de la tasa de política monetaria, el modelo sugiere que el canal financiero amplificaría el efecto de transmisión sobre el producto, como puede observarse en el gráfico IV.

Gráfico IV. Respuesta de la brecha del producto a un choque de TPM (con y sin retroalimentación del canal crediticio)

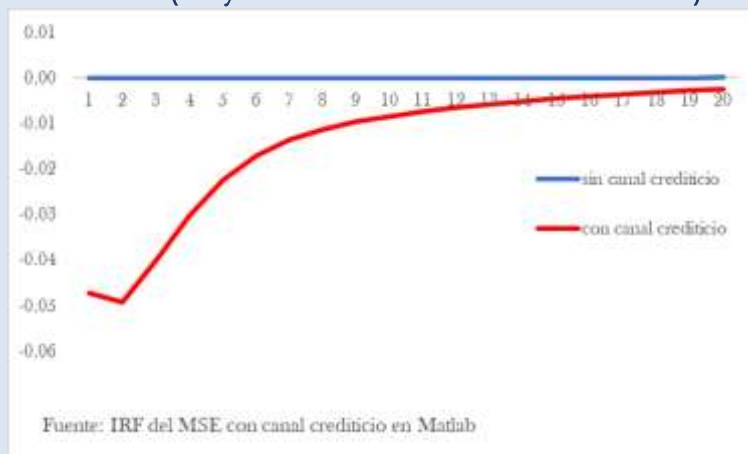


Una política monetaria expansiva reduce las tasas de interés de referencia, y se transmite al sistema bancario, aumenta la demanda de crédito, lo que estimula el consumo y la inversión, aumentando la demanda agregada y el producto. En el ejercicio realizado, la brecha de producto se desvía hasta 0.2 p.p. luego de un choque de política monetaria expansiva, con respecto a la respuesta del producto sin los efectos del canal crediticio.



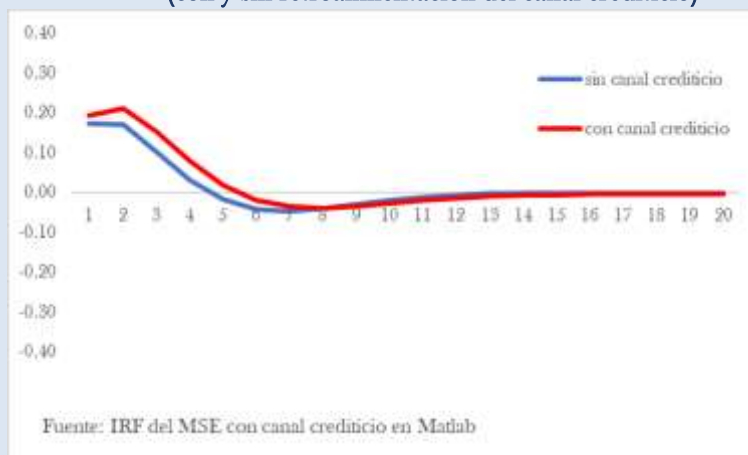
Adicionalmente, el gráfico V refleja los efectos de un choque negativo a los créditos en 1 p.p. (en términos reales) en el modelo. Se observa una caída en la brecha del producto de 0.05 p.p. Si bien el efecto es pequeño, el mismo podría poseer una alta persistencia, con un efecto acumulado de hasta 0.23 p.p. del producto luego de 8 trimestres.

Gráfico V. Respuesta de la brecha del producto a un choque de créditos reales (con y sin retroalimentación del canal crediticio)



En cuanto a la reacción de la política monetaria a los diversos choques, las simulaciones del modelo muestran que, ante un choque positivo de la brecha del producto, la política monetaria tendría que ajustar las tasas ligeramente por encima (0.05 p.p. por encima de la reacción sin canal crediticio).

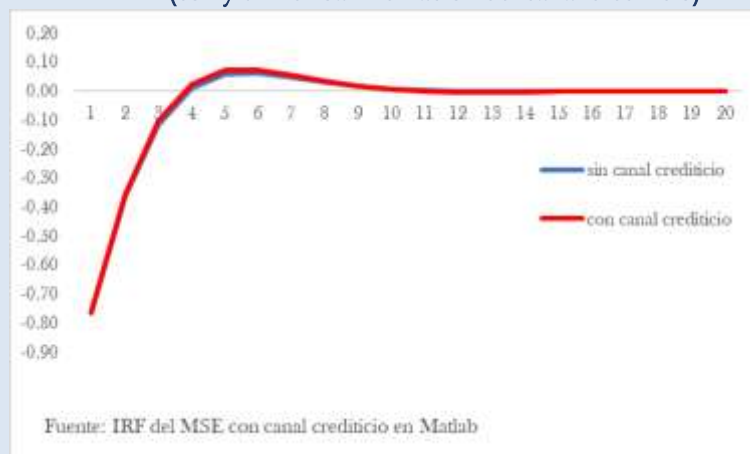
Gráfico VI. Respuesta de la TPM a un choque de brecha de producto (con y sin retroalimentación del canal crediticio)



Sin embargo, la evolución de la política monetaria es casi indistinguible ante un choque de política en ambas caracterizaciones del modelo (con o sin canal financiero), como puede verse en el gráfico VII.



Gráfico VII. Respuesta de la TPM a un choque de política monetaria (con y sin retroalimentación del canal crediticio)



Finalmente, ante un choque negativo a los créditos reales, al no considerarse dichos efectos en la primera caracterización del modelo, la política monetaria permanece inalterada ante dicho choque. Sin embargo, al incorporar los efectos del canal crediticio (y sus efectos negativos sobre la brecha del producto), la política monetaria actúa inicialmente de manera expansiva, reduciendo la tasa de política monetaria. No obstante, dichos recortes en la TPM, podrían generar subsecuentes presiones inflacionarias; por lo que la autoridad monetaria volvería a aumentar la TPM. Una vez que se desvanecen los choques, la TPM volvería a su nivel inicial, lo cual se representa en el gráfico VIII.

Gráfico VIII. Respuesta de la TPM a un choque de créditos reales (con y sin retroalimentación del canal crediticio)



Consideraciones finales

El canal crediticio posee efectos sobre la brecha del producto y sobre la toma de decisiones de política monetaria. Esto es fundamentalmente a través de su efecto amplificador en la demanda agregada. El presente recuadro es un ejercicio que demuestra de manera simplificada los potenciales efectos del canal crediticio. Cabe resaltar, que en esta caracterización semi estructural de la economía se han utilizado parámetros encontrados en la literatura para caracterizar el canal financiero y



realizar el análisis del impulso respuesta. De esta manera, los resultados de los efectos capturados se consideran de manera ilustrativa, mientras que se continúa investigando los efectos particulares para la economía paraguaya a través de distintos modelos, los cuales serán publicados más adelante como documentos de trabajo y/o boletines macro.

Referencias

Arroyo-Marioli, F., Becerra, J. S., and Solorza, M. (2021). The Credit Channel Through the Lens of a SemiStructural Model. Working Papers Central Bank of Chile, (911).

Bejarano, W., Biedermann, G. J., Rojas, B. D., Ruiz Diaz, V., & Velazquez, C. (2012). "The measurement of liquidity and optimal monetary policy response in a financial market in development: The case of Paraguay" (Working Paper No. 15; Documentos de Trabajo). Banco Central del Paraguay.

Benes, J., de Castello Branco, M., & Vavra, D. (2007). A simple DGE model for inflation targeting.

Benes, j., k. Clinton, a. George, p. Gupta, j. John, o. Kamenik, d. Laxton, p. Mi-Tra, g. Nadhanael, r. Portillo, h. Wang, and f. Zhang (2017): "Quarterly Projection Model for India: Key Elements and Properties." IMF Working Paper WP/17/33, International Monetary Fund.

Bernanke, B. S., Gertler, M., and Gilchrist, S. (1999). The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. Handbook of macroeconomics, 1:1341–1393.

Biedermann, G. J., Rojas, B. D., & Charotti, C. J. (2010). "Comportamiento del sistema financiero y ciclo económico en Paraguay" (Boletín Macro No. 5; Boletines Macro). Banco Central del Paraguay.

Caldara, D. and Herbst, E. (2019). Monetary policy, real activity, and credit spreads: Evidence from bayesian proxy svars. American Economic Journal: Macroeconomics, 11(1):157–92.

Cantero Sienna, J. (2018). "Historia del sistema bancario de Paraguay". In Sistema financiero paraguay (pp.10–38). Banco Central del Paraguay.

Ehrenbergerová, D., & Malovaná, S. (2019). Introducing Macro-Financial Variables Into Semi-Structural Model. Czech National Bank.

Mishkin, F. S. (1995). "Symposium on the monetary transmission mechanism". The Journal of Economic Perspectives, 9 (4), 3–10. <http://www.jstor.org/stable/2138387>