



# *Informe de* **POLÍTICA MONETARIA (IPoM)**



*Septiembre, 2023*

**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

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

Asunción - Paraguay





---

## Contenido

---

Política Monetaria en Paraguay.....	3
Resumen ejecutivo.....	5
Decisiones de Política Monetaria.....	10
I. Entorno Internacional y Regional.....	12
II. Mercados Financieros .....	21
III. Escenario Doméstico .....	27
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos .....	38
Recuadro I: Choques climáticos y ciclos económicos reales .....	43
Recuadro II: Efectos de los choques de precios de <i>commodities</i> en la inflación.....	47



---

## 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, 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 sus fundamentos. Asimismo, el último día hábil de cada mes, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura analizados en el CPM. 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 presiones inflacionarias han seguido moderándose a nivel global, en un contexto de condiciones financieras más ajustadas y menores presiones derivadas de los precios de *commodities*. Las tasas de interés referenciales de las principales economías avanzadas han seguido aumentando, mientras que, en la región, los bancos centrales han comenzado a reducir sus respectivas tasas de política monetaria. A pesar de las condiciones financieras más ajustadas, la economía global ha sido más resiliente respecto a lo previsto anteriormente y, en consecuencia, la proyección de crecimiento mundial ha mejorado levemente para el 2023, de 2,6% a 2,8%.

**En Estados Unidos, la economía ha mostrado un desempeño mejor a lo esperado y las proyecciones de crecimiento para el 2023 se ajustaron al alza, de 1,3% a 2,1%.** En particular, se destacan los robustos indicadores de consumo e inversión y la resiliencia exhibida por el mercado laboral. Por su parte, la inflación total mostró cierto repunte en el tercer trimestre debido, principalmente, al aumento de los precios de la vivienda y de la energía. Respecto a la política monetaria, la Reserva Federal incrementó nuevamente el rango de tasas de interés de fondos federales en julio y, las mantuvo sin cambios en septiembre. En este escenario de altas tasas de interés y algunas señales de relajación de las condiciones en el mercado laboral, se espera que el gasto se modere hacia finales de este año, lo que daría lugar a una desaceleración del crecimiento del PIB en 2024.

**En cambio, las perspectivas económicas para la Eurozona y China se han debilitado respecto al informe anterior.** En la Eurozona, el deterioro de la proyección para el 2023 (de 0,6% a 0,5%) se explica por las condiciones financieras más restrictivas tras los incrementos adicionales de los tipos de interés referenciales del BCE. Por otro lado, la recuperación de China ha perdido impulso en el segundo trimestre, lo que se atribuye en gran medida a la débil demanda y a la profundización de la problemática de su sector inmobiliario. En ese contexto, las proyecciones de crecimiento para este año se revisaron a la baja, de 5,5% a 5,0%.

**En Brasil, la previsión de crecimiento se corrigió al alza por los mejores resultados del segundo trimestre.** En este periodo, el PIB creció 3,4% interanual -por encima de las expectativas del mercado (2,7%)-, explicado por el buen desempeño del consumo (privado y público) y de las exportaciones. En cuanto a los precios, se verificó un repunte de la inflación interanual en los últimos meses, aunque las tasas mensuales han seguido en niveles compatibles con el rango meta. En las reuniones de agosto y septiembre, el BCB redujo la tasa Selic, ubicándola en 12,75% anual. En ese contexto de resultados mejores a los previstos para la actividad, sumado al impulso que podría generar la política monetaria menos contractiva, fue revisado al alza la proyección de crecimiento para este año, de 2,1% a 3,0%.

**En Argentina, se prevé una contracción económica en el 2023 a la par de una inflación más elevada.** El PIB del segundo trimestre exhibió una fuerte caída debido al impacto que la sequía tuvo en la actividad agropecuaria y, en consecuencia, en las exportaciones de este país. Los indicadores adelantados sugieren que la actividad siguió débil en el tercer trimestre. Por otro lado, se observó una mayor aceleración de la inflación alcanzando una tasa interanual de 138,3% en septiembre. En el periodo más reciente, se ha observado una alta volatilidad en los mercados financieros debido al



aumento de la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales y a las políticas que serán implementadas por el próximo gobierno que sea electo.

## Coyuntura doméstica y política monetaria

**La actividad económica ha continuado con un buen dinamismo en los últimos meses.** En el segundo trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 5,9% (0,8% intertrimestral en la serie desestacionalizada), explicado por los resultados positivos en agricultura, generación de electricidad, servicios e industria manufacturera. En contrapartida, construcción y ganadería mostraron una contracción. El PIB sin agricultura y binacionales se expandió 2,6% interanual (1,1% intertrimestral en la serie desestacionalizada). Por el lado del gasto, se observó un crecimiento interanual del consumo privado, de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones netas. Conforme al IMAEP, se seguiría verificando una tasa interanual positiva de la actividad económica en el tercer trimestre.

**La inflación total y sus distintas medidas de tendencia han seguido mostrando una trayectoria a la baja desde el último IPoM.** Las menores presiones derivadas del ámbito externo (precios de *commodities*), la postura restrictiva de la política monetaria y las expectativas alineadas a la meta son factores que han contribuido a la desaceleración de la inflación en los últimos trimestres. En septiembre, la inflación interanual del IPC fue 3,5%, por debajo de la tasa registrada en junio (4,2%). En el mismo sentido, la tasa interanual del IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) se redujo de 5,1% a 4,6% en este periodo. Así también, las tasas mensuales de estos indicadores de precios se mantuvieron en niveles bajos en el tercer trimestre (promedio de 0,1% para el IPC total y de 0,3% para el IPCSAE).

**En el tercer trimestre, el CPM decidió reducir la TPM en 50 puntos básicos, ubicándose en 8,0% al cierre de septiembre.** En los últimos meses, el escenario macroeconómico doméstico ha evolucionado favorablemente. Por un lado, las presiones inflacionarias han seguido moderándose y, por otro lado, los indicadores de actividad y de demanda han continuado mostrando señales de recuperación. Además, en el periodo de referencia, las expectativas de inflación, para todos los plazos, se ubicaron en la meta del 4%. En estas condiciones, el Comité decidió disminuir la tasa referencial, 25 pb en la reunión de agosto y 25 pb en la reunión de septiembre. El CPM consideró prudente reducir gradualmente la tasa referencial, atendiendo a que persisten riesgos -derivados principalmente del ámbito externo- que podrían influir eventualmente en el comportamiento de los precios locales.

## Proyecciones y riesgos

**La proyección de crecimiento del PIB para el 2023 se mantuvo en 4,5%, aunque se realizaron recomposiciones internas (Tabla A).** En el sector primario, la recuperación de la agricultura sigue explicando en buena parte el crecimiento del PIB, aunque se estima un crecimiento inferior con relación a la revisión anterior (de 30% a 22,5%). Una menor producción de trigo y de maíz justifican este ajuste a la baja. Por su parte, la ganadería exhibió un nivel de faenamiento de ganado bovino por debajo de lo esperado, en línea con precios de exportación más reducidos e incertidumbre en cuanto a la demanda externa, con lo cual se estima una contracción en torno al 0,9% para el 2023 (1,8 p.p. por debajo del informe anterior). En el sector secundario, la industria manufacturera se ajustó a la baja (de 1,7% a 1,1%), por la menor dinámica esperada para aquellos rubros vinculados al sector agropecuario. Sin embargo, una mayor generación de energía eléctrica de las binacionales permitió una proyección de “electricidad y agua” superior a lo estimado en la revisión anterior (de 10,3% a



13,8%). En cuanto a las construcciones, se sigue proyectando una retracción de 4% en el año. En el sector terciario, se ha observado una dinámica mejor a la esperada, acompañada de buenas expectativas para el último trimestre. En particular, se prevé un crecimiento mayor para el comercio (de 2,9% a 5,2%) explicado, principalmente, por el impulso de las importaciones bajo el régimen de turismo. Asimismo, se siguió registrando un buen desempeño en hoteles y restaurantes, servicios a las empresas, servicios a los hogares, intermediación financiera y servicios gubernamentales, que permitieron una revisión al alza en otros servicios (de 3,2% a 3,4%) y en gobierno (de 3,7% a 4,5%).

**En la revisión del PIB por el lado del gasto, se estima mayores niveles de exportaciones e importaciones, así como una menor contracción de la inversión fija (Tabla B).** El ajuste al alza en las exportaciones de bienes y servicios (de 19,1% a 26,2%) se explica por mayores exportaciones de energía eléctrica y de reexportaciones, con relación a los previstos en el informe al anterior. Respecto a las importaciones de bienes y servicios, se espera un mayor crecimiento (de 1,5% a 7,8%), explicado principalmente por la importante expansión de las importaciones bajo el régimen de turismo. Asimismo, la buena dinámica de las importaciones de maquinarias y equipos vinculados con la agricultura explican también el ajuste mencionado. Con relación a la demanda interna, se espera una contracción menor de la formación bruta de capital fijo (de -3,0% a -2,5%), en línea con el desempeño de las importaciones de maquinarias y equipos. Finalmente, se estima un mayor crecimiento del consumo público (de 2,4% a 7,2%), mientras que la expansión esperada en el consumo privado se mantuvo sin cambios en 3,2%.

**El pronóstico de inflación para el 2023 se corrigió de 4,1% a 3,8%, mientras que para el 2024 se mantuvo en 4,0%.** Estos resultados se explican principalmente por menores presiones de los precios de *commodities* observados durante la mayor parte del trimestre. A nivel interno, a inicios del presente trimestre se verificó una moderación más rápida de la inflación total, explicada por alimentos y combustibles. Si bien se registró un repunte en el mes de septiembre -por el aumento de los precios de combustibles y de la carne vacuna- los datos observados se ubicaron por debajo de lo previsto en el informe anterior. Hacia adelante, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, y en ausencia de nuevos choques, la inflación interanual continuaría su proceso de convergencia hacia el centro del rango meta en los próximos meses, esperando oscilar en torno al 4% a partir del tercer trimestre de 2024 hasta el horizonte de política monetaria (Tabla C).

**Los principales riesgos para la inflación se derivan del ámbito internacional. Una convergencia más lenta de la inflación global, tasas de interés internacionales elevadas por más tiempo, un menor apetito por el riesgo e incertidumbre en relación de la evolución del precio del petróleo son las amenazas más relevantes.** La resiliencia de la economía de Estados Unidos y el reciente repunte de los precios de la energía son factores que pueden ralentizar la convergencia de la inflación en dicho país. En este escenario, la Reserva Federal podría mantener sus tasas referenciales en niveles elevados por un tiempo más prolongado al previsto anteriormente. Para las economías emergentes y en desarrollo, esto implicaría condiciones financieras más restrictivas y, eventualmente, salida de capitales y presiones sobre sus monedas. Asimismo, las primas de riesgo podrían incrementarse en este contexto de mayor incertidumbre. En cuanto a los precios de los *commodities*, la desaceleración global -particularmente de China- podría contribuir a mantener estables o a reducir los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Sin embargo, los recortes en la oferta y el reciente conflicto bélico en Medio Oriente han aumentado la volatilidad del precio del petróleo, con un sesgo alcista. En este sentido, además de los riesgos al alza en los precios de los combustibles, una divergencia en la evolución de los precios de los *commodities* energéticos y alimenticios podría deteriorar los términos de intercambio de los países



exportadores de alimentos. En cuanto al desempeño de los socios comerciales, se destaca la incertidumbre con relación al desenlace del proceso electoral en Argentina.

**El riesgo para la actividad económica local sigue siendo el factor climático.** En el informe anterior se resaltaba los efectos negativos que el fenómeno climático “El Niño” podría tener sobre la actividad económica. Estos se han materializado principalmente en la agricultura, a través de un exceso de humedad que llevó a un menor rendimiento del trigo. Para el presente IPoM, el riesgo vinculado con una incidencia negativa del fenómeno “El Niño” se ha reducido. Sin embargo, ha aumentado la probabilidad de niveles de precipitación insuficientes, principalmente en la zona norte de la región oriental y que estaba retrasando la siembra de la soja. No obstante, es importante mencionar que, al cierre de este IPoM, el escenario se ha vuelto más favorable por las últimas lluvias registradas.



Tabla A. Crecimiento del PIB (Sectores económicos)

Porcentaje

	2022	2023(f)	2023(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-8,7</b>	<b>15,0</b>	<b>1,4</b>
Agricultura	-12,7	22,5	1,4
Ganadería	-0,3	-0,9	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>
Manufactura	0,1	1,1	0,2
Construcción	-4,3	-4,0	-0,3
Electricidad y Agua	6,8	13,8	0,9
<b>Sector Terciario</b>	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>
Gobierno General	-0,5	4,5	0,4
Comercio	3,4	5,2	0,6
Otros Servicios	1,6	3,4	1,0
Impuestos	0,5	4,0	0,3
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	0,7	2,6	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla B. Crecimiento del PIB (Componentes del Gasto) y cuenta corriente

Porcentaje

	2022	2023 (f)
<b>PIB</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>2,5</b>	<b>-1,0</b>
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-2,5
Consumo total	1,0	3,8
Consumo privado	2,2	3,2
Consumo público	-5,7	7,2
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>-1,6</b>	<b>26,2</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>5,6</b>	<b>7,8</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-7,2	0,2

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla C. Proyección de inflación

Porcentaje

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

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay



---

## Decisiones de Política Monetaria

---

### Reunión de Julio

---

En el escenario internacional, las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2023 se habían mantenido sin cambios respecto a la reunión anterior. En los mercados financieros internacionales, se había observado un mayor debilitamiento del dólar frente a sus principales socios comerciales, conforme al índice DXY.

En cuanto a los precios externos, las tasas de inflación interanual en Estados Unidos y la Eurozona habían seguido mostrando señales de moderación, aunque continuaban por encima de sus metas, contexto en el cual, se esperaba que las autoridades monetarias mantuviesen el perfil restrictivo de la política monetaria. Respecto a los *commodities*, los precios internacionales de la soja y el petróleo se habían incrementado en comparación a la reunión anterior, mientras que el maíz y el trigo habían disminuido.

En el plano local, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) había registrado una variación interanual de 7,0% en mayo, explicada principalmente por los desempeños favorables en la agricultura, la generación de energía eléctrica, servicios, y manufactura. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) había continuado en zona de optimismo en junio.

Respecto a los precios domésticos, la inflación mensual en junio se había ubicado en -0,3%, debido a menores precios en algunos bienes alimenticios y combustibles. La inflación interanual se situó en 4,2%, por debajo de la tasa del mes mayo (5,1%). Las expectativas de inflación para finales de 2023 disminuyeron de 5% en mayo a 4,5% en junio, al tiempo que, se esperaba una inflación de 4% en el horizonte de política monetaria.

En este contexto, el CPM había decidido mantener la TPM en 8,50%.

### Reunión de Agosto

---

En el contexto internacional, las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2023 se habían mantenido nuevamente sin cambios. En los mercados financieros internacionales, se había observado una apreciación del dólar frente a sus principales socios comerciales, conforme al índice DXY.

En cuanto a los precios externos, se esperaba que las tasas de inflación de las principales economías avanzadas siguieran a la baja, pero que se mantendrían por encima de sus respectivas metas en el 2023. Asimismo, en la región, la inflación había seguido desacelerándose, contexto en el cual, las tasas de política monetaria de Brasil y Chile se habían reducido. Por el lado de los *commodities*, los precios internacionales de la soja, el maíz, el trigo habían disminuido, mientras que el petróleo había aumentado levemente en comparación a la reunión anterior.

En el plano local, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) había verificado una variación interanual de 4,6% en junio, impulsada por los desempeños positivos en agricultura, la generación de energía eléctrica, servicios y manufactura. Por otro lado, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) había continuado en zona de optimismo en julio.



En cuanto a los precios domésticos, en julio, se había observado una inflación mensual de 0,0%. Se observó un incremento en los precios de algunos servicios y bienes duraderos; sin embargo, las subas registradas fueron atenuadas por disminuciones en los precios en algunos bienes alimenticios y combustibles. En términos interanuales, la inflación se situó en 3,5%, resultado inferior a la tasa del 4,2% de junio. Las expectativas de inflación en agosto para cierre del 2023 se habían ajustado de 4,5% a 4,1%, mientras que, para el horizonte de política monetaria se habían mantenido en 4%.

El Comité había señalado que, si bien la inflación local se había moderado, persistían riesgos que podrían afectar la convergencia, especialmente derivados del entorno internacional, pero que estos se habían mitigado en el margen. En este escenario, el CPM había decidido disminuir la TPM de 8,50% en 8,25%.

## Reunión de Septiembre

---

En el entorno internacional, las perspectivas de crecimiento económico mundial para el 2023 se habían revisado ligeramente al alza con relación al CPM anterior, debido a la mejora en los pronósticos de Estados Unidos y algunas economías emergentes. En cuanto a los mercados financieros internacionales, desde la última reunión, el dólar se había fortalecido frente a sus principales socios comerciales, conforme al índice DXY.

En lo que respecta a los precios externos, el aumento del precio del petróleo se había reflejado en la inflación de las principales economías avanzadas (Estados Unidos y Eurozona), contexto, en el cual se seguía esperando una política monetaria restrictiva por un tiempo prolongado.

En el plano local, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) había experimentado un incremento de 6,9% interanual, explicado principalmente por los desempeños positivos en agricultura, la generación de energía eléctrica, servicios y ganadería. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) había continuado en zona de optimismo en agosto.

En cuanto a los precios domésticos, en agosto, la inflación mensual fue -0,2%, debido principalmente a la reducción en los precios de los bienes alimenticios y combustibles. Por su parte, la inflación mensual del IPCSAE fue 0,2%. En términos interanuales, la variación del IPC fue 2,9% y del IPCSAE 4,7%, tasas menores a las observadas en meses anteriores. Las expectativas de inflación, en la encuesta de septiembre, se habían ubicado en 4%, para todos los horizontes.

En esta reunión de septiembre, el Comité destacó que el escenario macroeconómico había evolucionado favorablemente. Por un lado, la economía continuaba mostrando una recuperación tras la fuerte sequía del año anterior y, por otro lado, las presiones inflacionarias habían cedido más rápido de lo previsto inicialmente. Sin embargo, se resaltó que, en el ámbito internacional persistían algunos riesgos que podrían ralentizar la convergencia de la inflación global y afectar la evolución esperada de las tasas de política monetaria. En estas condiciones, el CPM había tomado la decisión de reducir la TPM de 8,25% a 8,00%.



## I. Entorno Internacional y Regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han mejorado levemente para el 2023 con relación a las presentadas en el IPoM de junio. Esto se debió, principalmente, a una mejora en las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos, cuya economía se siguió mostrando resiliente, compensando así el ajuste a la baja de la perspectiva de crecimiento de China afectada por las dificultades que enfrenta su sector inmobiliario (tabla I.1). No obstante, la incertidumbre asociada con el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania persiste, así como también los riesgos relacionados a la implementación de una política monetaria restrictiva por más tiempo de lo esperado por parte de las economías desarrolladas y una profundización de la problemática inmobiliaria china. Por otra parte, las tasas de inflación continuaron exhibiendo señales de moderación en economías avanzadas durante el tercer trimestre, aunque las mismas siguen elevadas con respecto a sus metas. Desde el informe anterior, los precios de los *commodities* agrícolas han presentado un comportamiento mixto, mientras que los precios de los energéticos han mostrado una trayectoria ascendente.

Desde el último informe, las perspectivas de crecimiento económico para los principales socios comerciales han aumentado de 0,8% a 0,9% para el 2023. No obstante, las mismas se han moderado ligeramente para el 2024 (de 1,5% a 1,4%). Respecto a los socios del Mercosur, el pronóstico de crecimiento se ajustó al alza, de 0,4% a 0,6%, explicado, principalmente, por la revisión al alza de la proyección de crecimiento de Brasil (2,1% a 3,0%). En cuanto a los precios, las tasas interanuales de inflación de la mayoría de los países de la región se mantienen elevadas respecto a sus respectivas metas, aunque siguieron mostrando signos de moderación. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales de la región iniciaron el proceso de reducción de sus respectivas tasas de política monetaria, aunque las mismas se mantienen en niveles contractivos.

**Tabla I.1. Perspectivas de crecimiento económico**  
Porcentaje

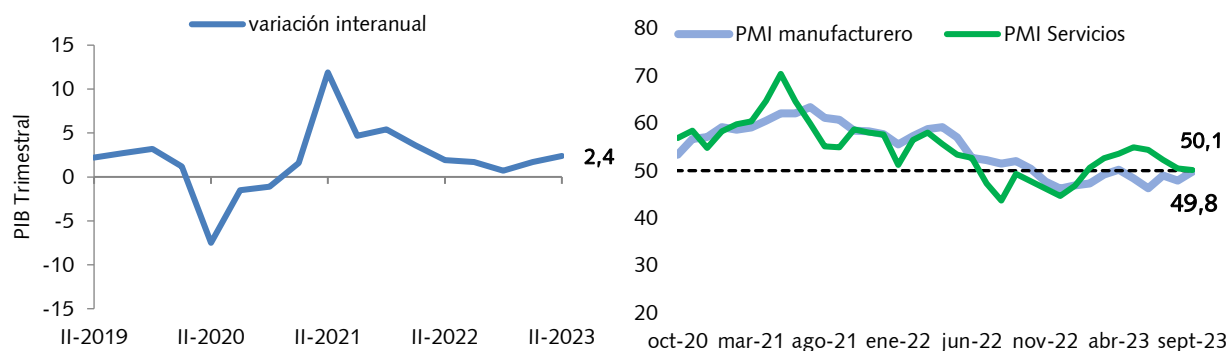
	IPoM anterior			IPoM actual		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mundo	3,1	2,6	2,7	3,1	2,8	2,6
EE. UU.	2,1	1,3	0,7	2,1	2,1	1,0
Eurozona	3,5	0,6	1,0	3,5	0,5	0,8
China	3,0	5,5	4,8	3,0	5,0	4,5
Brasil	3,0	2,1	1,5	3,0	3,0	1,6
Argentina	5,3	-2,2	-0,5	5,3	-3,0	-1,0
Socios comerciales	3,5	0,8	1,5	3,5	0,9	1,4
Socios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

Fuente: Bloomberg. Proyecciones al 13/10/2023

## Actividad económica

En Estados Unidos, el PIB del segundo trimestre registró una variación interanual de 2,4% y una tasa trimestral anualizada de 2,1%. La tasa positiva en términos anualizados se debió a aumentos en el gasto del consumidor, la inversión fija no residencial y de los gobiernos tanto estatales como locales y, en menor medida, al incremento de las exportaciones netas. Con relación a los indicadores adelantados del tercer trimestre, el PMI manufacturero de septiembre, si bien continúa en zona de contracción, con 49,8 puntos, mostró una mejora respecto a lo observado en el mes de junio (46,3), situándose muy cerca de la zona neutral (gráfico I.1). Por su parte, el PMI de servicios se redujo en comparación al trimestre anterior y, aunque todavía continúa en zona de optimismo (50,1), el mismo se sitúa en un nivel muy cercano al neutral. En este contexto, los pronósticos de crecimiento del PIB se han corregido al alza tanto para el 2023, de 1,3% a 2,1%, como para el 2024, de 0,7% a 1,0%, debido, principalmente, a la resiliencia exhibida por el mercado laboral, así como a los robustos indicadores de consumo e inversión.

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

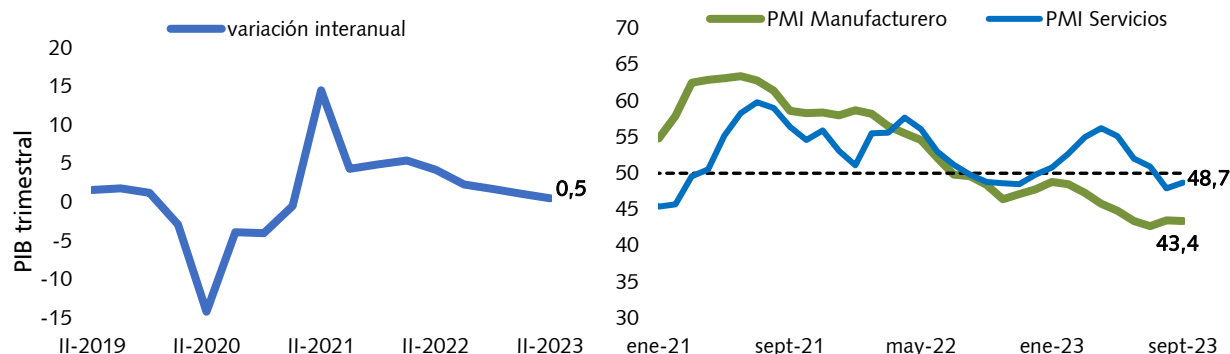


Fuente: Bloomberg.

En la Eurozona, el PIB del segundo trimestre registró un crecimiento interanual de 0,5%, ligeramente por debajo de las estimaciones iniciales (0,6%) y un aumento del 0,1% con relación al trimestre inmediatamente anterior (gráfico I.2.). El crecimiento interanual fue impulsado por las contribuciones positivas de la formación bruta de capital fijo, las exportaciones netas y, en menor medida, por el gasto para consumo final de los hogares. No obstante, estos incrementos fueron atenuados por las reducciones en las variaciones de los inventarios. Durante el tercer trimestre del 2023, el PMI del sector manufacturero continuó en zona de contracción, ubicándose en 43,4 puntos en septiembre. Esta contracción se debe en gran medida a la debilidad de la demanda, tanto interna como externa, de los productos manufacturados. Por su parte, el PMI de servicios se situó en zona de contracción por segundo mes consecutivo. Así, el pronóstico de crecimiento se ajustó levemente a la baja, de 0,6% a 0,5% y de 1,0% a 0,8% para el 2023 y 2024, respectivamente (tabla I.1).



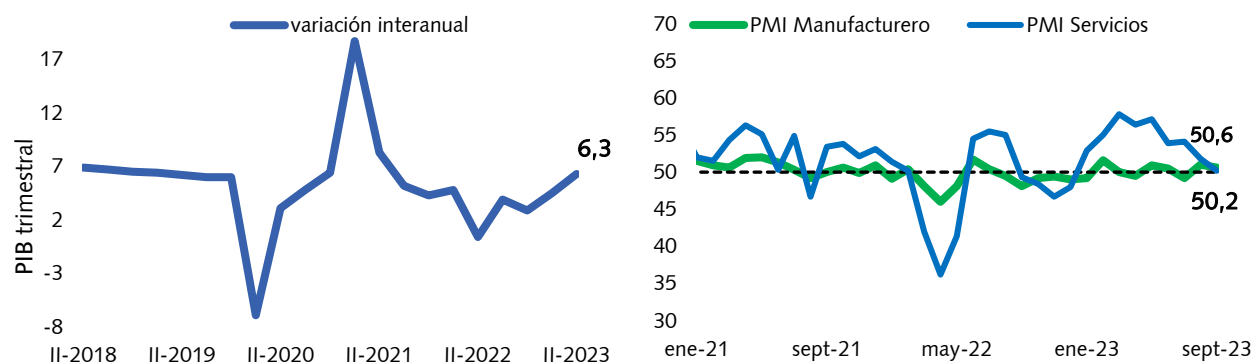
Gráfico I.2. Actividad económica de Eurozona.



Fuente: Bloomberg, S&P Global.

En China, el PIB del segundo trimestre de 2023 creció 6,3% interanual (gráfico I.3), por debajo de las estimaciones de mercado (7,1% interanual) pero por encima de lo registrado en el primer trimestre (4,5% interanual). Intertrimestralmente, el crecimiento fue de 0,8%, luego de presentar un incremento del 2,2% en el trimestre anterior. La ralentización de la economía de China se explica, principalmente, por las dificultades que presenta su sector inmobiliario, así como por las debilidades de la demanda tanto interna como externa, la pérdida del impulso del sector servicios y el limitado espacio fiscal y monetario con el que cuenta el país. En el sector manufacturero, el PMI de septiembre se ubicó en zona de expansión (50,6), valor similar a junio de 2023, al tiempo que los datos del sector servicios exhibieron un mayor debilitamiento con respecto a los valores que venían mostrando en los últimos meses. De esta forma, las proyecciones de crecimiento para los años 2023 y 2024 se revisaron a la baja, de 5,5% a 5,0% y de 4,8% a 4,5%, respectivamente (tabla I.1).

Gráfico I.3. Actividad económica de China.



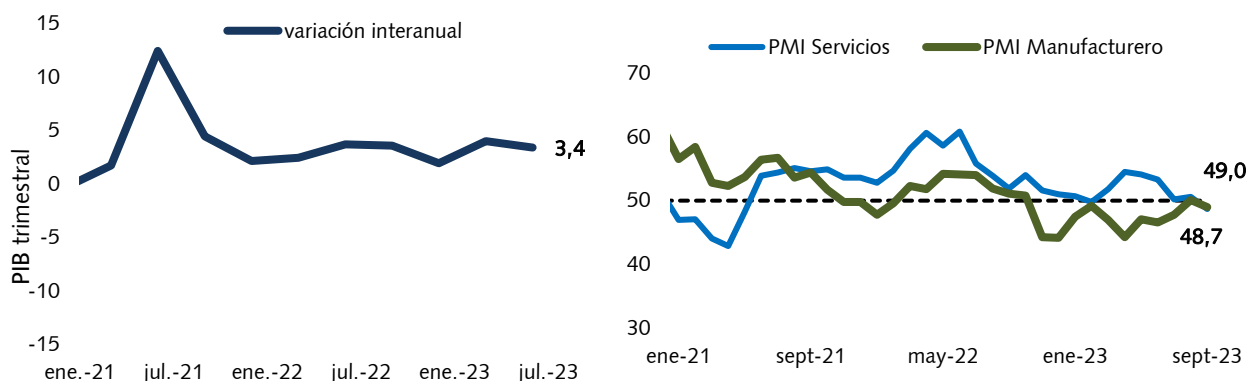
Fuente: Bloomberg, S&P Global.

En Brasil, el PIB en el segundo trimestre de 2023 exhibió un crecimiento interanual del 3,4%, por encima de la expectativa del mercado (2,7%), explicado por los aumentos en el gasto en consumo de los hogares y del gobierno, así como por el aumento de las exportaciones (gráfico I.4). Respecto al trimestre anterior, se observó un crecimiento de 0,9% impulsado por las actividades industriales y de servicios, destacándose las industrias extractivas y los servicios financieros, respectivamente. En cuanto al sector manufacturero, en septiembre, el PMI se situó en zona de contracción (49,0), por encima de lo observado en junio (46,6). El valor del indicador por debajo de 50 se explicó, en gran medida, por



las disminuciones en los nuevos pedidos y la subsecuente reducción de los niveles de producción, en medio de una desaceleración de la demanda en el mercado interno y externo. A su vez, el PMI de servicios registró un nivel de 48,7 puntos en septiembre, señalándose así la primera contracción desde febrero 2023. No obstante, ante los sorprendentes buenos resultados del PIB del segundo trimestre y las perspectivas de mejora en la demanda por las expectativas de futuras reducciones de tasas de interés, las proyecciones de crecimiento se ajustaron al alza, de 2,1% a 3,0% y de 1,5% a 1,6%, para el 2023 y 2024, respectivamente (tabla I.1.).

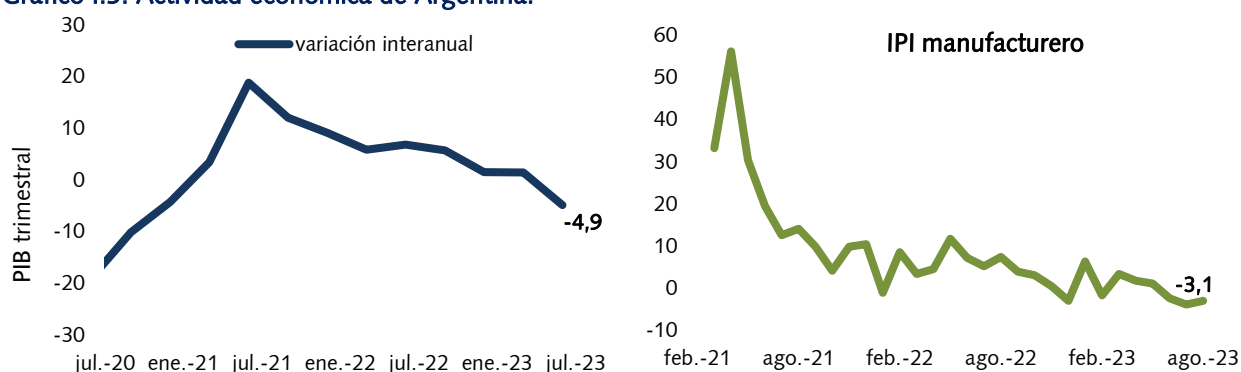
**Gráfico I.4. Actividad económica de Brasil.**



Fuente: Bloomberg, S&P Global.

En Argentina, los datos del PIB del segundo trimestre del 2023 mostraron un descenso de 4,9% interanual, mayor con respecto a las previsiones del mercado (-4,6), y -2,8% intertrimestral (serie desestacionalizada), explicados principalmente por las caídas de las exportaciones como consecuencia de la severa sequía que impactó directamente sobre la actividad agropecuaria. Asimismo, en julio, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una nueva caída del 1,3% interanual (gráfico I.5.). Por su parte, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero) registró una variación negativa de 3,1% interanual en agosto, influenciado principalmente por las incidencias negativas de las divisiones de alimentos, bebidas y tabacos, refinación del petróleo, químicos, productos de caucho y plástico, productos minerales no metálicos y metálicas básicas. En este contexto, dada la sequía que afectó al sector agrícola y la persistencia de la incertidumbre sobre el panorama político interno, el pronóstico de contracción del PIB para 2023 se corrigió de -2,2% a -3,0%, en tanto que, para el 2024 la proyección del crecimiento también se revisó a la baja de -0,5% a -1,0% (tabla I.1.).

**Gráfico I.5. Actividad económica de Argentina.**



Fuente: Bloomberg, S&P Global.

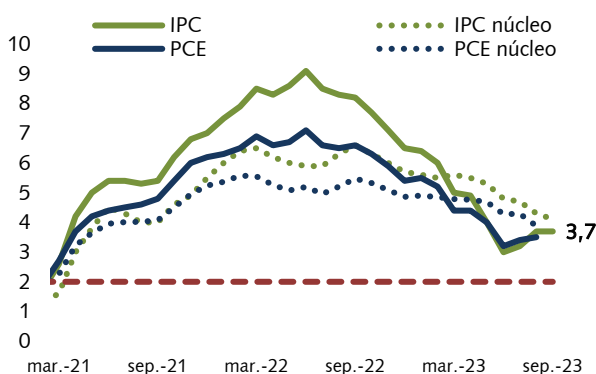
## Inflación y Política Monetaria

En Estados Unidos, durante el tercer trimestre del año 2023 se han verificado repuntes en sus tasas de inflación interanual (gráfico I.6). En septiembre, el nivel general de precios medido por el IPC presentó una variación del 0,4% mensual (3,7% interanual). Este resultado se explicó por una aceleración en el incremento de precios en la categoría de vivienda y alimentos, así como también por el aumento del precio de la gasolina. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 0,3% mensual, acorde con las expectativas del mercado. La inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 0,4% mensual en agosto y la inflación núcleo del PCE fue de 0,1%.

**Gráfico I.6 Inflación y Tasa de Política Monetaria en EE.UU.**

### Inflación

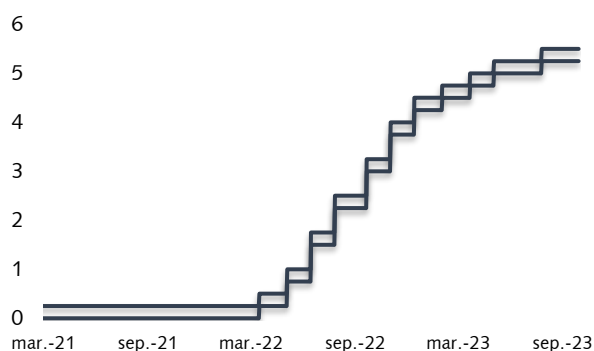
Tasas interanuales. Porcentaje



Fuente: Bloomberg

### Rango objetivo de tasas de fondos federales

Porcentaje



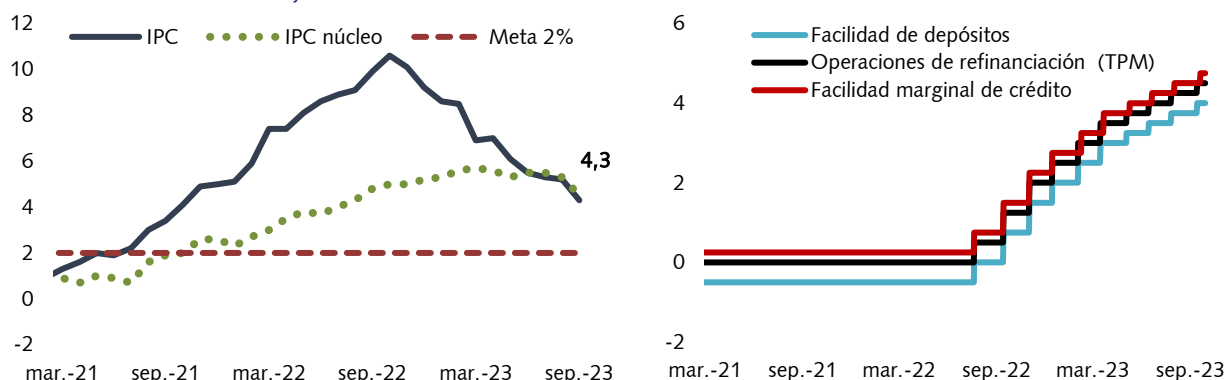
Con respecto a las decisiones de política monetaria, en sus reuniones del mes de julio del corriente año, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió incrementar el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 5,00%-5,25% a 5,25%-5,50% (gráfico I.6), manteniéndolo sin cambios en sus reuniones de septiembre. No obstante, los miembros del Comité anticiparon que estarían preparados para ajustar la posición de política monetaria en caso de presentarse riesgos que pudieran obstaculizar el logro de sus objetivos. En esa línea, el Comité recalcó que la tasa de inflación se mantiene elevada y que, si bien las condiciones crediticias más estrictas para los hogares y las empresas pueden afectar a la actividad económica, la demanda y el empleo, el alcance de estos efectos se mantiene incierto. Además, la Reserva Federal continuó con el proceso de reducción de su hoja de balance.

En la Eurozona, en el tercer trimestre de 2023, se registraron tasas de inflación interanual más bajas en comparación con el trimestre anterior, aunque todavía se ubican en niveles por encima de la meta. La inflación del mes de septiembre fue del 4,3% interanual, inferior al 5,5% registrado en junio (gráfico I.7). El resultado de inflación al cierre del trimestre se encuentra principalmente explicado por los aumentos a un ritmo más lento en las categorías de servicios, de bienes industriales (excluyendo energía) y de alimentos, bebidas y tabaco. Por otra parte, los precios de la energía verificaron una variación interanual negativa. Por su parte, la inflación núcleo registró una tasa interanual de 4,5% en septiembre, superior a la de la inflación total.



**Gráfico I.7. Inflación y Tasa de Política Monetaria en Eurozona.**

Tasas interanuales. Porcentaje



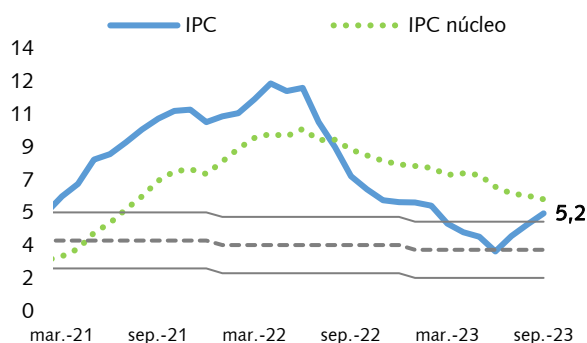
Fuente: Bloomberg.

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 (25 p.b. en julio y otros 25 p.b. en septiembre), situándolos en 4,50%, 4,75% y 4,00%, respectivamente (gráfico I.7). En su último comunicado, el BCE afirmó que, si bien la mayoría de los indicadores han comenzado a moderarse, las presiones inflacionarias subyacentes continúan siendo intensas. Así también, el tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) está descendiendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema no está reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que van venciendo. Con respecto al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) el Consejo de Gobierno prevé continuar reinvertiendo el principal de los valores adquiridos que vayan venciendo, al menos hasta el final de 2024.

En la región, la inflación de Brasil revirtió su trayectoria descendente durante el tercer trimestre. Así, en septiembre el nivel de precios creció 5,2% en términos interanuales, por encima de la tasa del 3,2% registrada en junio (gráfico I.8). Esto se debió, en gran parte, al punto base de comparación, ya que el nivel de precios había mostrado una reducción importante durante el tercer trimestre del año anterior. De hecho, la tasa de variación mensual promedio del tercer trimestre (0,2%) fue inferior a la observada durante el trimestre anterior (0,3%). Por su parte, la inflación núcleo cerró septiembre con una tasa interanual del 5,9%.

**Gráfico I.8. Inflación en Brasil.**

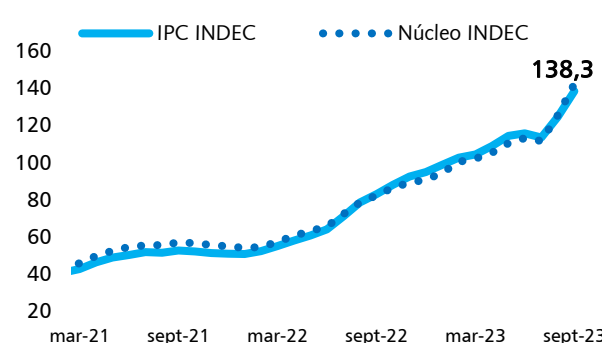
Tasas interanuales. Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.9. Inflación en Argentina.**

Tasas interanuales. Porcentaje



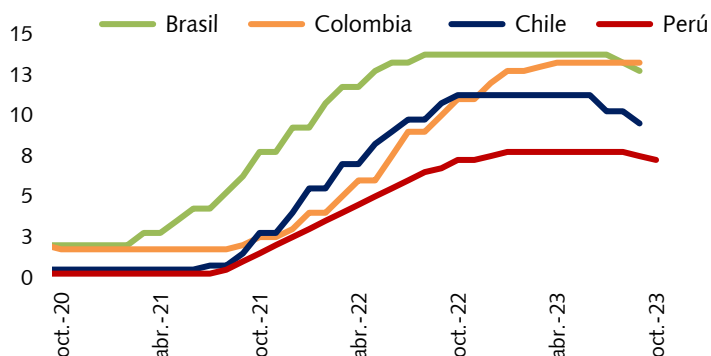


En esa línea, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) redujo la tasa Selic en sus reuniones de agosto y septiembre, ubicándola en 12,75%. El Comité reconoció que, si bien esas reducciones son compatibles con el logro de sus objetivos en el horizonte relevante, la posición de política monetaria se mantendría contractiva hasta consolidar el proceso de desinflación y el anclaje de las expectativas en torno a sus metas.

En Argentina, se pudo notar una mayor aceleración de la inflación durante el tercer trimestre. La tasa de inflación se situó en 138,3% interanual en septiembre de 2023 (gráfico I.9), por encima de las tasas observadas en el trimestre anterior (115,6% en junio). Los mayores incrementos interanuales se registraron en las categorías de restaurantes y hoteles, alimentos y bebidas no alcohólicas y salud. En cuanto a su política monetaria, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) continuó el ciclo de subas de la tasa de interés nominal anual de las Letras de Liquidez (Leliq) a 28 días, elevándola a 133,0%. Por su parte, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo se exacerbó aún más con respecto al último IPoM. Además, a pesar de la implementación de medidas por parte del Gobierno Argentino para la acumulación de reservas, al tercer trimestre del 2023 las Reservas Internacionales disminuyeron con respecto al trimestre anterior. Dicha reducción se explicó principalmente por los pagos a organismos internacionales, las reducciones de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades financieras en el BCRA y, en menor medida, por las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios. Igualmente, las reducciones significativas de las exportaciones de Productos Primarios y de Manufacturas de Origen Agropecuario, como consecuencia de la sequía y los menores precios internacionales de los *commodities*, repercutieron en el ingreso de divisas.

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

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

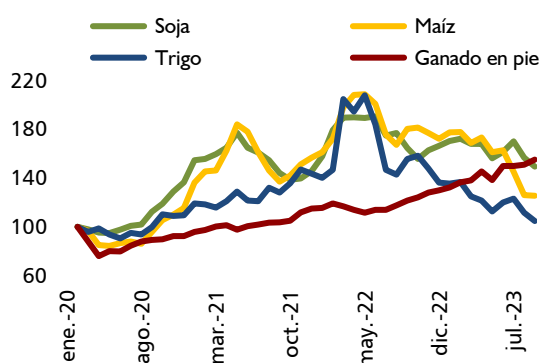
En cuanto a otras economías de la región, Chile y Perú también iniciaron el proceso de reducción de sus respectivas tasas referenciales. Chile redujo su tasa de política monetaria en 175 p.b. desde el último IPoM, ubicándola en 9,5%. Por su parte, Perú redujo su tasa referencial en 50 p.b., situándola en 7,25%. Finalmente, desde el informe anterior, Colombia continúa manteniendo su tasa referencial sin cambios (gráfico I.10).

## Materias primas

Las cotizaciones internacionales de *commodities* alimenticios verificaron comportamientos mixtos en el tercer trimestre de 2023 (gráfico I.11). En el caso del ganado en pie, se notó un incremento del 3,5% en la cotización en septiembre con relación a junio de 2023. Por otra parte, los precios internacionales de la soja, el maíz y el trigo continuaron desacelerándose. A septiembre de 2023, la cotización del maíz se redujo 23,0% y la del trigo 12,8% con relación a lo verificado en junio de 2023. La reducción en el precio del maíz y del trigo está vinculada, principalmente, a las buenas perspectivas para la producción y la acumulación de existencias a nivel global. En el caso de la cotización de la soja en Chicago, en septiembre su precio se redujo en 7,4% con respecto al cierre del segundo trimestre del 2023. La reducción se explica, mayormente, por las mejores perspectivas de suministros a nivel mundial, sobre todo de América del Sur. Sin embargo, las estimaciones de una mayor demanda de soja de China han contrarrestado las presiones bajistas sobre la oleaginosa.

**Gráfico I.11. Precios de *commodities*.**

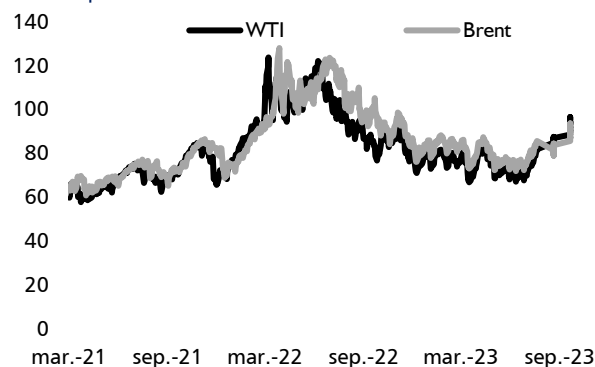
Índices



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.12. Precios del petróleo**

Dólares por barril



En cuanto a los precios internacionales del petróleo, en el tercer trimestre tanto las cotizaciones del Brent como del WTI mostraron un incremento con respecto al IPoM anterior. El principal factor de presión al alza fue la preocupación por los recortes voluntarios de suministro de Arabia Saudita y Rusia, que se sumaron a los recortes de producción existentes ya acordados por los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP+). En contrapartida, la política monetaria más agresiva de las economías avanzadas y una lenta recuperación de la economía China (principal importador de crudo), generaron expectativas de una menor demanda de petróleo y ejercieron presiones a la baja en su cotización. En el mes de septiembre, el precio del petróleo Brent aumentó 23,5%, mientras que el del WTI se incrementó en 27,3%, ambos comparados con junio de este año (gráfico I.12).

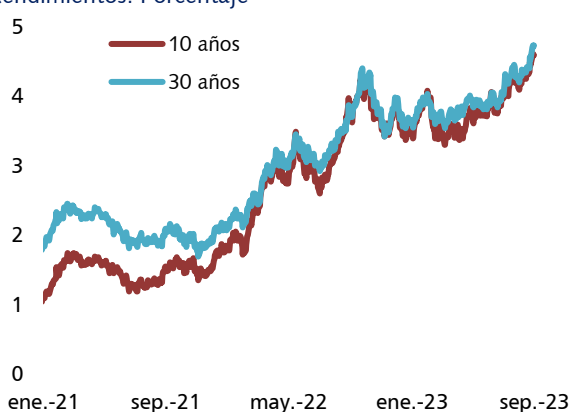


## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años, respectivamente, se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.13). Se destaca el comportamiento alcista en el rendimiento de los bonos ante la mayor resiliencia de la economía estadounidense y la convergencia más lenta de los datos de inflación, lo cual elevó las expectativas de tasas altas por más tiempo por parte de la Fed. Por su parte, la cotización del dólar, medida por el índice DXY, también mostró un comportamiento al alza, en línea con las nuevas informaciones respecto a los datos de inflación, del mercado laboral y las expectativas sobre las tasas de la Fed (gráfico I.13).

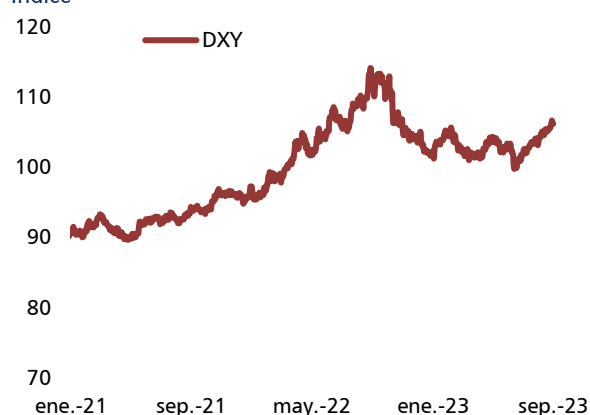
**Gráfico I.13. Rendimientos de los bonos de EE. UU.**

Rendimientos. Porcentaje



**Gráfico I.14. Cotización del DXY.**

Índice

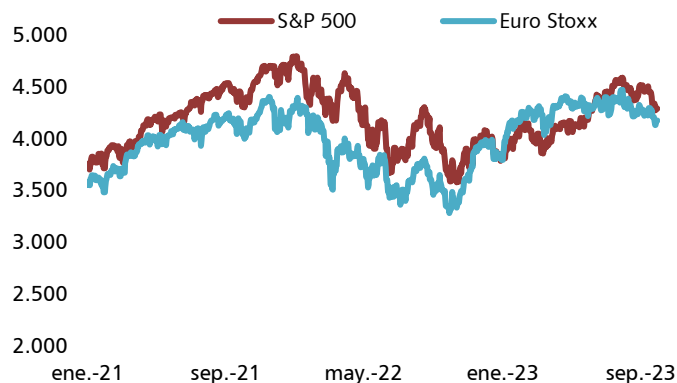


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los principales índices de las bolsas de valores de Estados Unidos y de la Eurozona mostraron comportamientos distintos desde el último IPoM (gráfico I.15). Se observó que el promedio del índice registrado por S&P500 en septiembre de 2023 creció 1,5% por encima del registrado en junio de 2023. Por su parte, el Euro STOXX 50, en el mismo periodo, verificó una reducción de 2,2% respecto al promedio de junio del corriente año.

**Gráfico I.15. Rendimiento del S&P 500 y Euro Stoxx.**

Índice



Fuente: Bloomberg.

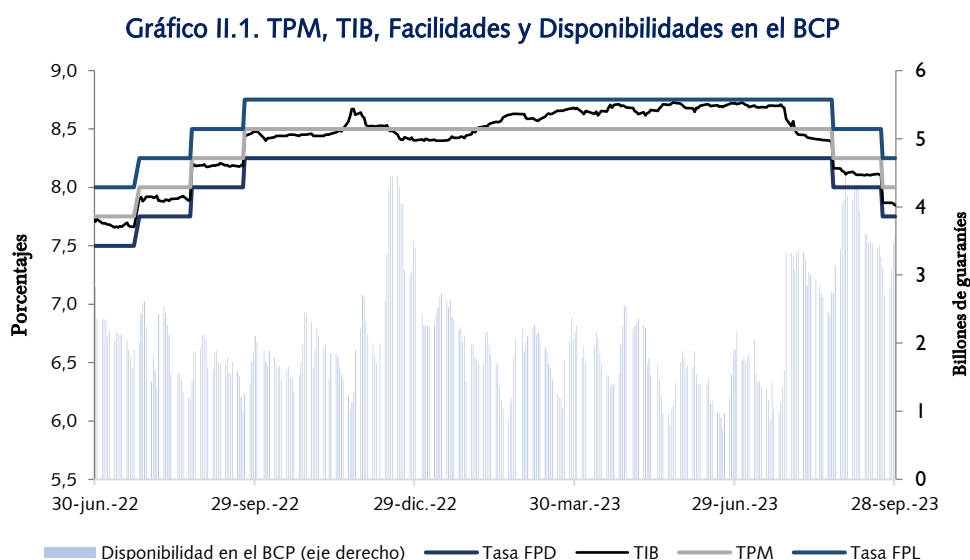
## II. Mercados Financieros

### Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria llevadas a cabo durante el tercer trimestre del 2023, la TPM disminuyó 50 puntos básicos con respecto al trimestre anterior. En agosto, la tasa referencial se redujo de 8,50% a 8,25% y en septiembre a 8,00%. Con esto, las tasas de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) se ubicaron en 7,75% y 8,25% anual, respectivamente, al cierre del trimestre.

En lo que respecta al mercado de dinero, durante el tercer trimestre del año se ha observado que la liquidez de las instituciones financieras, representada por la disponibilidad en el BCP, se ha incrementado respecto a los niveles observados en el primer y segundo trimestre, principalmente a finales de julio del 2023 (gráfico II.1). Esta situación se explica, en parte, por la subasta de Letras de Regulación Monetaria (LRM), en la que los vencimientos superaron a la colocación efectiva de las mismas en el mes de julio (gráfico II.2).

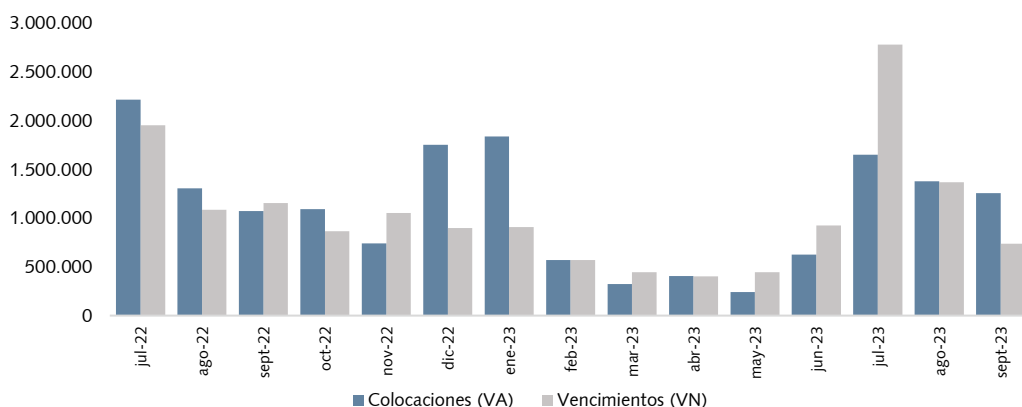
Se observó además que, tras el aumento de la liquidez en el sistema y los recortes de la TPM, la Tasa de Interés Interbancaria (TIB) tuvo una trayectoria descendente en el tercer trimestre del año y se posicionó por debajo de la TPM, luego de haber permanecido por encima de la misma a lo largo de los dos trimestres previos (gráfico II.1).



*Fuente:* Banco Central del Paraguay.



**Gráfico II.2. Colocaciones y vencimientos de Letras de Regulación Monetaria (LRM)**  
Millones de guaraníes

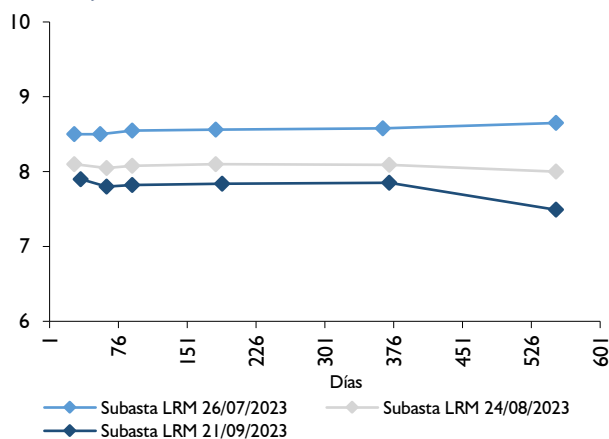


Fuente: Banco Central del Paraguay.

## Curvas de rendimientos

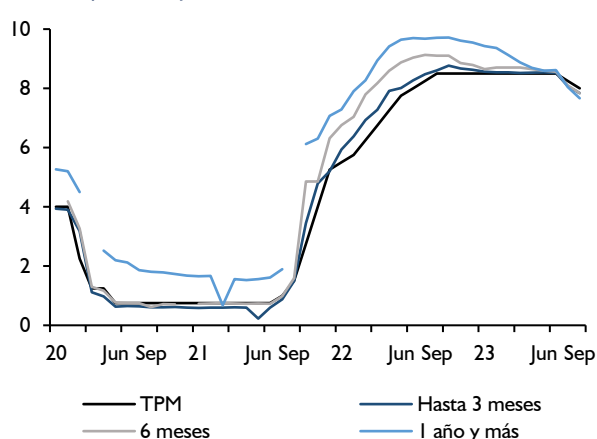
Durante el tercer trimestre, los rendimientos han ido descendiendo a la par de la reducción observada de la TPM en agosto y septiembre (gráficos II.3 y II.4). Se destaca que, a los plazos más largos, la reducción ha sido mayor, lo cual estaría asociado a las expectativas de mayores recortes de la tasa referencial en los próximos meses.

**Gráfico II.3. Curvas de rendimiento de LRM**  
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.4. TPM y tasas de interés de LRM**  
Tasas, porcentaje

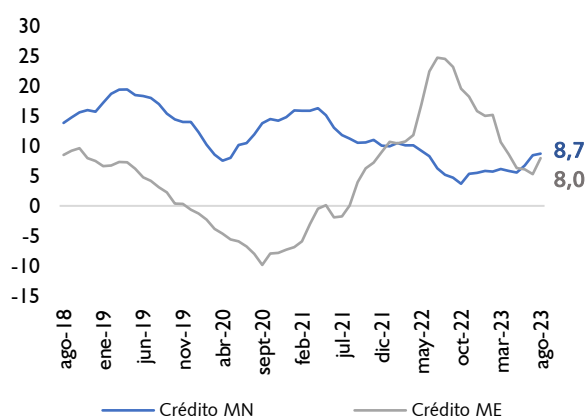


## Condiciones Financieras

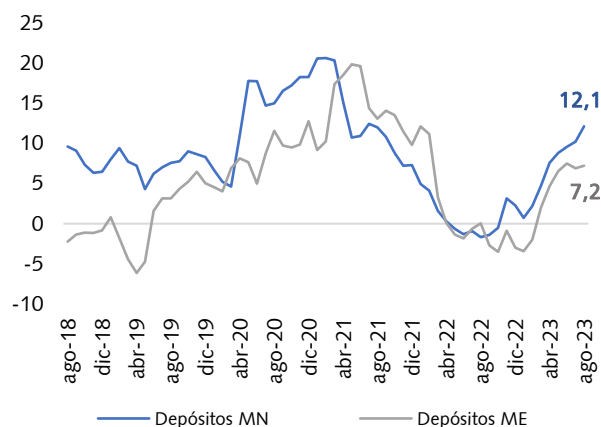
El saldo de los créditos totales del sistema bancario al sector privado ha seguido aumentando en los últimos meses, alcanzando un crecimiento interanual de 8,5% al cierre del mes de agosto<sup>1</sup> y que es superior a la tasa interanual de 5,8% observada en mayo (Gráfico II.5). En moneda local, la tasa interanual aumentó de 5,6% en mayo a 8,7% en agosto, aceleración explicada por el incremento de los préstamos destinados a servicios, comercio al por mayor, consumo y actividades inmobiliarias. Por su parte, el mayor crecimiento de los préstamos en moneda extranjera (de 6,3% en mayo a 8,0% en agosto) se debió a las mayores colocaciones en agricultura, comercio al por menor, actividades inmobiliarias, construcción y vivienda.

Los depósitos totales del sector privado en el sistema bancario también han mostrado una buena dinámica, creciendo 10,1% interanual en agosto (7,9% en mayo)<sup>2</sup>, impulsados principalmente por los Certificados de Depósitos de Ahorro (CDA) y, en menor medida, por los depósitos a corto plazo (ahorro a la vista). Los depósitos en moneda local se expandieron a una tasa interanual de 12,1% en agosto (8,8% en mayo), en tanto que, los depósitos en moneda extranjera crecieron 7,2% interanual (6,5% en mayo) (Gráfico II.6).

**Gráfico II.5. Variación interanual de los créditos**  
Porcentaje



**Gráfico II.6. Variación interanual de los depósitos**  
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Por su parte, las tasas de interés de mercado en moneda local se han mantenido relativamente estables en los últimos meses (Gráfico II.7). El promedio ponderado de las tasas activas fue 15,4% en agosto (15,5% en mayo), mientras que el promedio ponderado de las tasas pasivas fue 5,0% (5,3% en mayo). Este comportamiento de las tasas podría relacionarse, en parte, con la evolución de la TPM en el periodo reciente, la cual ha comenzado a reducirse desde agosto y que, gradualmente, podría ir reflejándose en las tasas de interés de mercado.

<sup>1</sup> No incorpora el efecto del tipo de cambio.

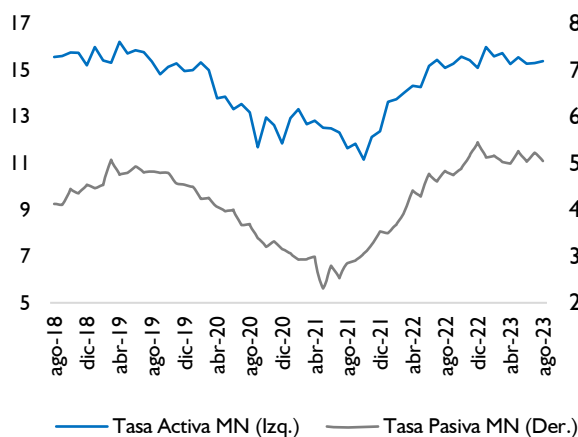
<sup>2</sup> No incorpora el efecto del tipo de cambio.



En moneda extranjera, el promedio ponderado de las tasas de interés activas se ubicó en 8,1% en agosto (8,0% en mayo), mientras que, el promedio de las tasas pasivas se mantuvo en un nivel similar al observado en mayo (3,3%) (Gráfico II.8).

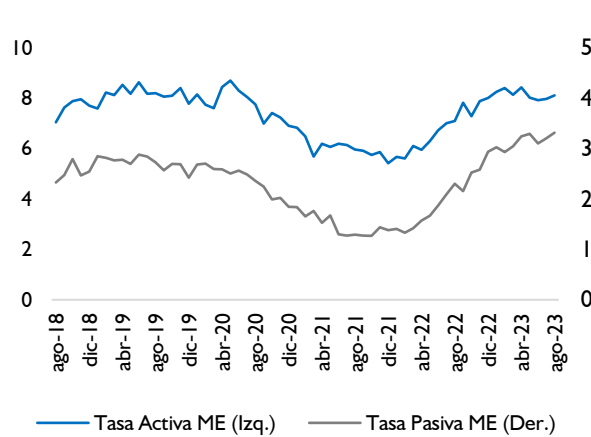
**Gráfico II.7. Tasas de interés activas y pasivas**

En moneda nacional. Porcentaje



**Gráfico II.8. Tasas de interés activas y pasivas**

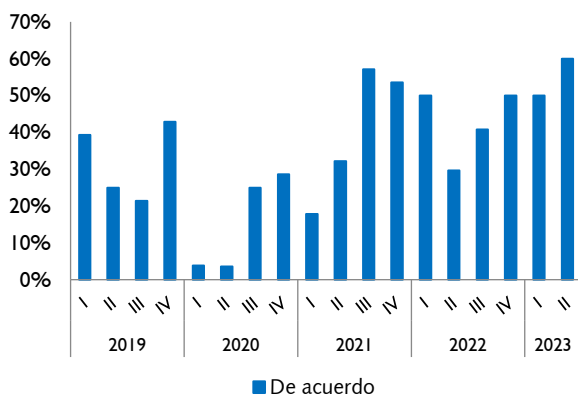
En moneda extranjera. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

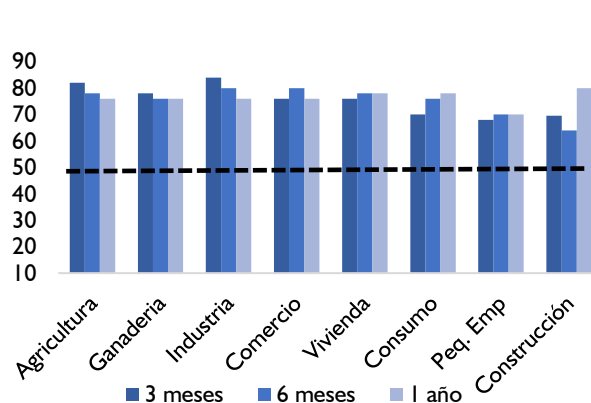
Las perspectivas para el mercado de crédito se mantienen favorables. Conforme a la encuesta de Situación General del Crédito del segundo trimestre del 2023, el 60% de los encuestados estuvo de acuerdo en que la coyuntura económica es favorable para la concesión de créditos. Con esto, dicha perspectiva fue mayor respecto a las obtenidas en el primer trimestre del 2023 y a las obtenidas durante el 2022. Los índices de difusión de las expectativas por sector se han mantenido en zona de optimismo para los próximos 3, 6 y 12 meses (gráficos II.19 y II.10).

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.10. Índice de difusión de las expectativas sectoriales del crédito. Índice base**

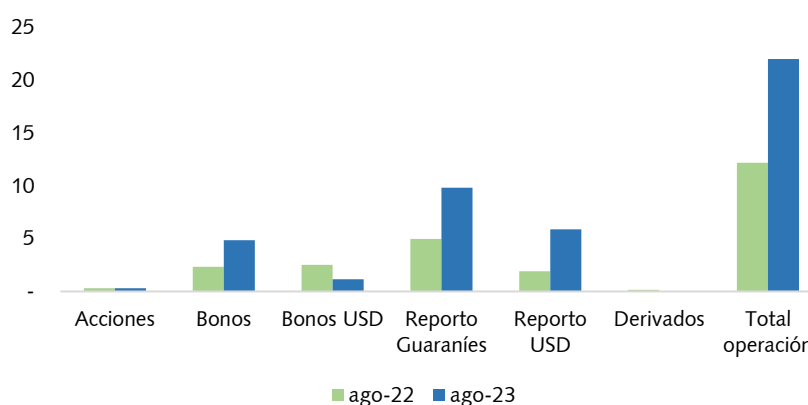




## Mercado Bursátil

El volumen negociado hasta agosto 2023 sumó aproximadamente 22 billones de guaraníes (USD 3.032 millones), una variación acumulada de 80,7% (Gráfico II.11). Se destacan los crecimientos de las operaciones de reporto en dólares (207,6%) y en guaraníes (97,8%), como así también de los bonos en guaraníes (107,6%). En contrapartida, el volumen negociado de los bonos en dólares se redujo 53,6% y de las acciones se mantuvo en niveles similares al 2022 (-0,5% de reducción).

**Gráfico II.11. Volumen negociado (acumulado)**  
Billones de guaraníes

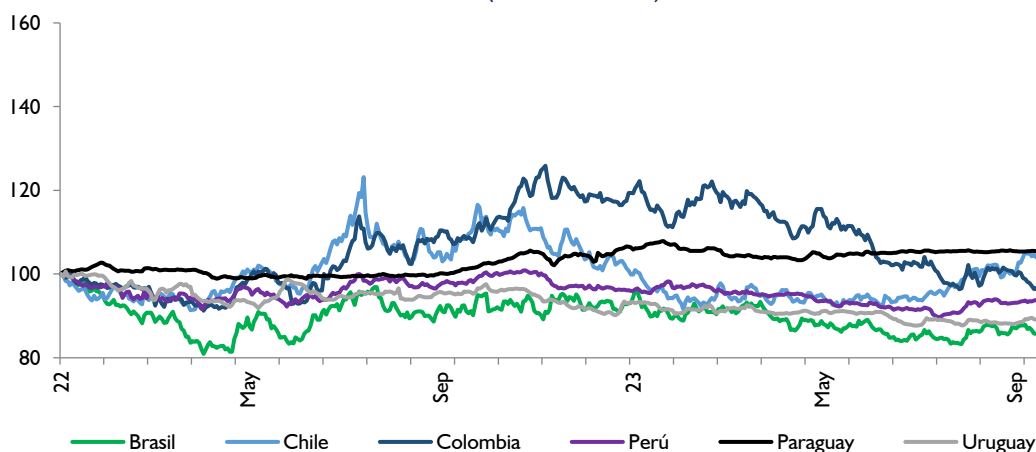


Fuente: Bolsa Nacional de Valores de Asunción.

## Tipo de Cambio

Durante el tercer trimestre del año, varias monedas de la región se depreciaron con respecto a las cotizaciones registradas a finales del trimestre anterior. Así, el real brasileño se depreció 5,1%, el sol peruano 4,4%, el peso uruguayo 2,7%, el peso chileno 11,4% y el guaraní 0,3%. Por otro lado, el peso colombiano registró una apreciación de 2,26% (gráfico II.12).

**Gráfico II.12. Tipo de cambio nominal respecto al dólar**  
Índice (ene-2022=100)



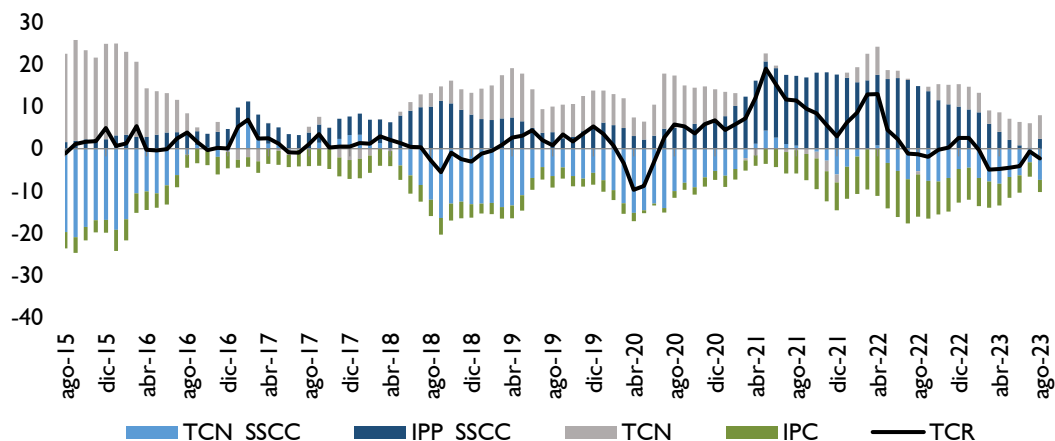
Fuente: Bloomberg



Por otra parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) registró en agosto una apreciación de 2,3% respecto al mismo mes del año anterior y de 2,1% respecto a diciembre del 2022. Este comportamiento es explicado principalmente por la mayor depreciación nominal -respecto al dólar- de las monedas de los socios comerciales en comparación con la depreciación nominal del guaraní (gráfico II.13).

**Gráfico II.13. Tipo de cambio real multilateral**

Variación interanual e incidencias (porcentaje)

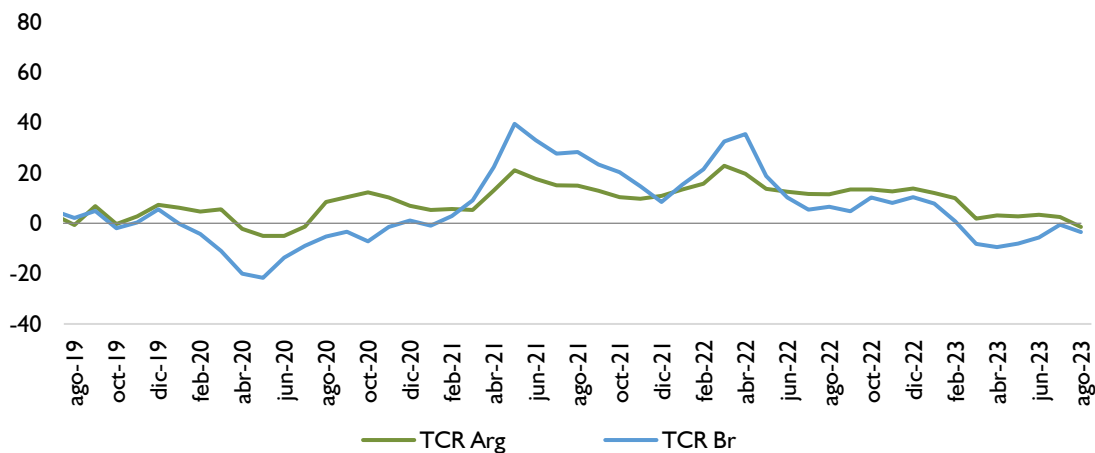


Fuente: Banco Central del Paraguay

A agosto del 2023, el tipo de cambio real bilateral de Paraguay respecto a Brasil se apreció 3,5% interanual y, con respecto a Argentina, la apreciación fue 1,4% (considerando el tipo de cambio nominal oficial). Para el caso de Brasil, la apreciación se explica principalmente por la variación interanual negativa del Índice de Precios al Productor (IPP) del país vecino, que fue mayor a la apreciación nominal del real respecto al dólar. Por su parte, en el caso de Argentina, se explica fundamentalmente por la depreciación interanual importante de su tipo de cambio nominal (oficial) frente al dólar (gráfico II.14).

**Gráfico II.14. Tipo de cambio real bilateral**

Variación interanual



Fuente: Banco Central del Paraguay

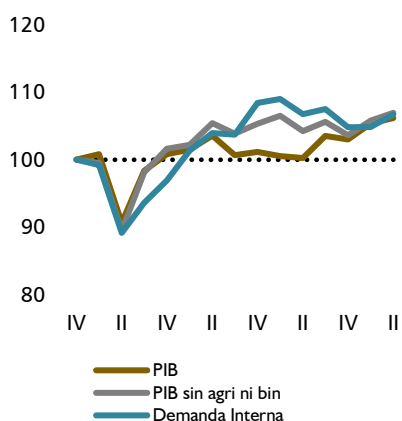
### III. Escenario Doméstico

#### Actividad y demanda

En el segundo trimestre del 2023, el PIB desestacionalizado registró un incremento de 0,8% con relación al trimestre anterior, explicado por la mejora observada en los servicios, la industria manufacturera, electricidad y agua y la construcción. El PIB sin agricultura y binacionales mostró un incremento de 1,1% en términos intertrimestrales (gráfico III.2).

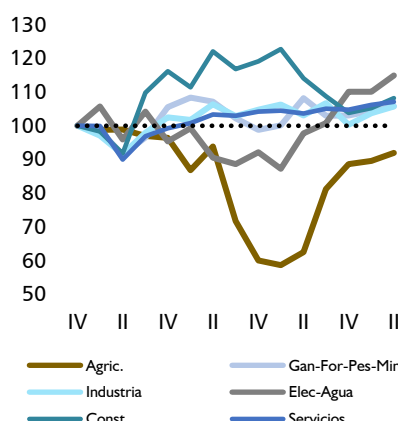
Por el lado del gasto, la demanda interna exhibió un desenvolvimiento intertrimestral positivo debido al impulso favorable registrado en la formación bruta de capital y, en menor medida, del consumo privado; sin embargo, el consumo del gobierno mostró una retracción (gráficos III.1 y III.3). A su vez, la demanda externa neta se frenó por el aumento de las importaciones y la reducción de las exportaciones.

**Gráfico III.1. PIB y Demanda interna (series desestacionalizadas).**  
Índice 2019Q4=100

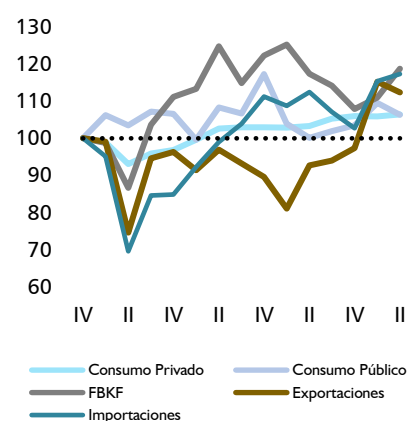


Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico III.2. PIB desestacionalizado (lado de la oferta).**  
Índice 2019Q4=100



**Gráfico III.3. PIB desestacionalizado (lado del gasto).**  
Índice 2019Q4=100



En términos interanuales, el PIB del segundo trimestre registró un crecimiento de 5,9% y, con este resultado, acumuló un crecimiento de 5,4% al cierre del primer semestre del 2023. En el comportamiento interanual incidieron los desempeños positivos registrados en la agricultura, la generación de energía eléctrica, los servicios y la industria. Sin embargo, el resultado negativo de la construcción y de la ganadería atenuaron el repunte de la actividad económica (gráfico III.4). A su vez, el PIB sin agricultura y binacionales mostró un crecimiento del 2,6% en términos interanuales.

El sector agrícola presentó un crecimiento de 46,6% con respecto al mismo trimestre del 2022, acumulando un crecimiento de 50,1% al cierre del primer semestre del 2023 (tabla III.1). El resultado interanual del trimestre fue explicado, fundamentalmente, por el desempeño favorable de la producción de soja, acompañado también por la mayor producción de arroz, caña de azúcar, mandioca, sésamo y yerba mate. En contrapartida, se observaron desempeños negativos en la producción de maíz, trigo, girasol y tabaco.

Tabla III.1. PIB: Sectores de la oferta.

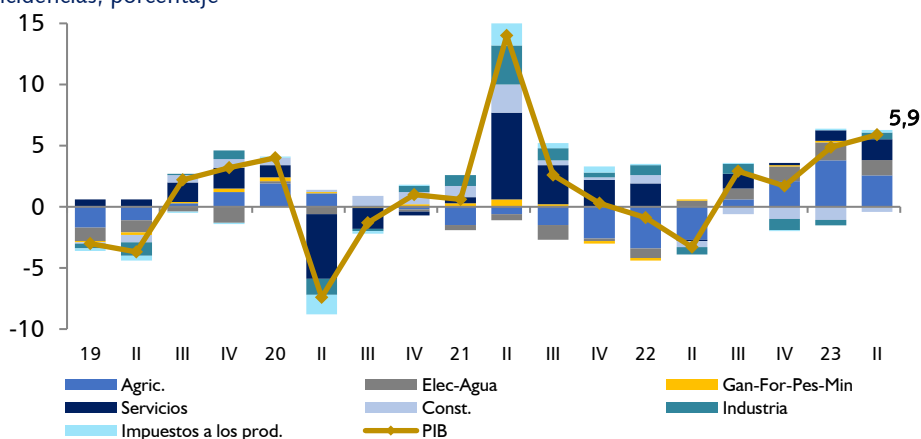
Variación interanual, porcentaje

Sectores	2022				2023	
	I	II	III	IV	I	II
Agricultura	-32,4	-33,8	13,2	48,2	52,7	46,6
Ganadería, For., Pes. y Min.	-7,7	2,4	0,2	3,7	4,1	-1,4
Industria	4,4	-3,2	3,9	-4,3	-2,2	2,8
Elect. y agua	-11,5	8,8	14,8	19,1	22,8	19,5
Construcción	10,4	-6,3	-7,3	-13,1	-13,8	-4,8
Servicios	4,1	-0,1	2,3	0,3	1,8	3,4
Imp. a los productos	1,9	0,0	1,2	-0,9	2,1	2,7
<b>PIB Total</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,9</b>
<b>PIB sin Agric. y sin Bin.</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,6</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.4. PIB: Sectores de la oferta.

Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

El sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó un crecimiento interanual de 19,5% en el segundo trimestre del 2023. El desempeño positivo se debió a la generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, favorecida por el mayor caudal del río Paraná. La distribución de energía eléctrica también obtuvo un desempeño favorable. De forma acumulada, en el primer semestre del 2023 el sector registró un crecimiento de 21,2%.

El sector servicios registró un crecimiento interanual de 3,4% en el segundo trimestre del 2023, acumulando así un crecimiento de 2,6% al cierre del primer semestre de 2023. El resultado interanual se explica por los desempeños positivos en servicios a los hogares (salud, educación y esparcimiento), restaurantes y hoteles, los servicios de transporte, los servicios a las empresas (agencias de turismo, consultorías y otras actividades auxiliares a las empresas), intermediación financiera, servicios inmobiliarios y comercio. Sin embargo, mostraron resultados negativos las telecomunicaciones y servicios de información.

La actividad manufacturera presentó un crecimiento interanual de 2,8%. Las actividades que incidieron positivamente en el resultado interanual fueron la producción de aceites, producción de lácteos, molinerías y panaderías, bebidas y tabacos, fabricación de minerales no metálicos, fabricación de metales comunes, maquinarias y equipos, maderas y textiles y prendas de vestir. No obstante, este

resultado fue atenuado por las variaciones negativas registradas en la producción de carne, azúcar, químicos, papel y productos de papel, fabricación de productos metálicos, cueros y calzados. En términos acumulados, al cierre del primer semestre el sector alcanzó un leve crecimiento de 0,2%.

En contrapartida, el sector de la construcción mostró una caída interanual de 4,8% en el segundo trimestre del 2023. En tal sentido, se ha observado una importante disminución en la demanda de los principales insumos empleados por el sector, sobre todo la parte importada (asfalto, varilla y cemento). Con este resultado, la variación acumulada alcanzó una tasa negativa de 9,5% al cierre del primer semestre del 2023. Es apropiado mencionar que entre el 2020 e inicios del 2022, las construcciones aumentaron significativamente por el fuerte impulso de las obras públicas y privadas. Sin embargo, a partir del segundo trimestre del 2022, el sector se encuentra convergiendo hacia niveles más compatibles con el comportamiento observado previo a la pandemia. Como puede notarse en el gráfico III.2, aun con la moderación observada desde el 2022, el PIB del sector construcciones se encuentra 8,2% por encima del nivel observado en el cuarto trimestre del 2019 (pre pandemia).

Por último, el sector de la ganadería, forestal, pesca y minería verificó una caída interanual de 1,4% en el segundo trimestre, acumulando así un crecimiento de 1,2%. La ganadería tuvo un desenvolvimiento interanual negativo, explicado por el menor nivel de faenamiento de bovinos y cerdos. Sin embargo, este comportamiento fue mitigado por el incremento del faenamiento de aves, así como por la mayor producción de leche cruda y huevos.

**Tabla III.2. PIB: Componentes de la demanda.**

Variación interanual, porcentaje

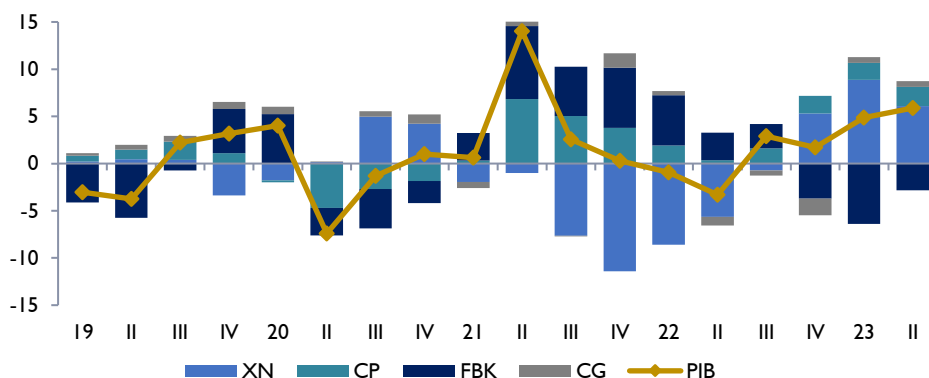
Componentes	2022				2023	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Demanda Interna</b>	<b>7,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>
Consumo total	3,4	-0,7	1,3	0,1	3,3	3,4
Consumo privado	3,3	0,6	2,4	2,8	2,9	3,0
Consumo publico	4,2	-8,1	-4,6	-11,2	5,3	5,7
FBK	18,2	14,8	12	-13,4	-18,2	-12,1
FBKF	10,4	-5,2	-0,7	-12,4	-11,4	1,9
Exportaciones	-11,6	-3,3	1,1	7,2	42,1	22,2
Importaciones	18,5	14,3	3,0	-8,3	6,5	5,0
<b>PIB Total</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,9</b>

Fuente: Banco Central del Paraguay

Desde la perspectiva del gasto, en el segundo trimestre del 2023 se observó una contracción de la demanda interna (-0,2% interanual). Entre los principales componentes prevaleció la reducción interanual de la formación bruta de capital (-12,1%). No obstante, es importante mencionar que la formación bruta de capital fijo mejoró en el margen (gráfico III.7). Así también, el consumo total continuó expandiéndose, incrementándose en 3,4% en términos interanuales (tabla III.2 y gráfico III.5).



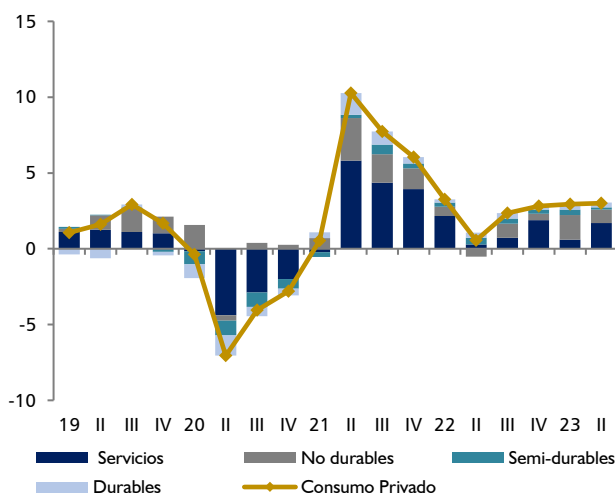
**Gráfico III.5. PIB: Componentes de la demanda**  
Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

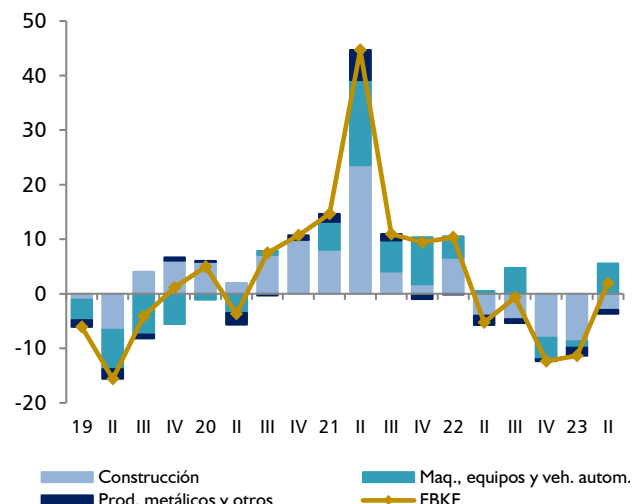
Al desagregar el consumo total, se verifica que el consumo privado registró un crecimiento interanual de 3,0%, explicado por la dinámica positiva de los servicios (transporte de pasajeros, servicios a los hogares, restaurantes y hoteles y servicios inmobiliarios), bienes no durables (principalmente los rubros de alimentos y productos químico-farmacéuticos), los bienes durables (electrodomésticos y electrónica, vehículos automotores y muebles para el hogar) y, en menor medida, los bienes semi-durables (cueros y calzados y textiles y prendas de vestir). Por su parte, el consumo de gobierno mostró un incremento de 5,7%, explicado por la mayor adquisición de bienes y servicios, y por el incremento del componente de remuneraciones (gráfico III.6). Con estos resultados, el consumo privado y el consumo del gobierno acumulan crecimientos de 3,0% y 5,5%, respectivamente.

**Gráfico III.6. Componentes del consumo privado**  
Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico III.7. Componentes de la inversión (FBKF)**  
Incidencias, porcentaje



La formación bruta de capital fijo (FBKF) registró un incremento interanual de 1,9%, influenciado por la mayor inversión en maquinarias y equipos y vehículos automotores. Sin embargo, se presentaron retracciones en las inversiones en construcción, productos metálicos y otros, que atenuaron el resultado positivo del segundo trimestre del 2023 (gráfico III.7). Al cierre del primer semestre del 2023, acumula una caída de 5,1%.

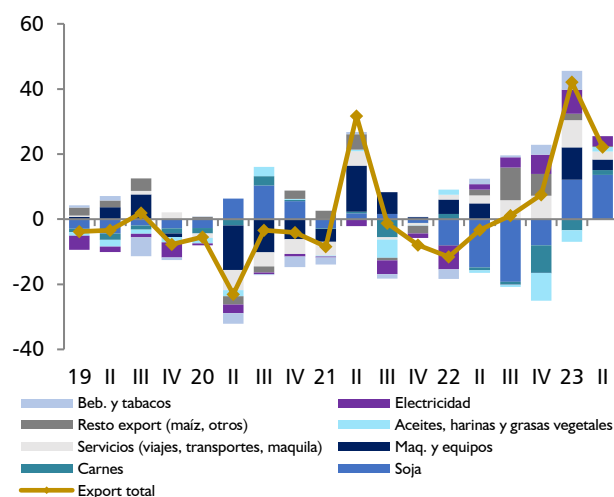


La demanda externa presentó una dinámica favorable en el segundo trimestre del 2023. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron interanualmente en 22,2%, explicado por el aumento en las exportaciones de bienes, destacándose las ventas externas de soja, reexportaciones, energía eléctrica, aceites y grasas vegetales. No obstante, presentaron desempeños negativos las exportaciones de carne bovina, maíz, trigo y otros productos cárnicos. En lo que respecta a servicios, se destacaron las exportaciones de servicios de transporte (servicios de fletes brindados por paraguayos a no residentes) y de hoteles y restaurantes (mayor entrada de turistas al país). Sin embargo, se registraron reducciones en los servicios de transformación (maquila). La incidencia de las exportaciones de bienes fue de 19,8 p.p. y la de los servicios, 2,4 p.p. (gráfico III.8). En términos acumulados, al primer semestre del 2023 alcanzó un crecimiento de 30,9%.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios presentaron un incremento interanual de 5,0% en valores constantes, explicado por los aumentos en las importaciones de maquinarias y equipos, productos químicos, y productos de plástico, caucho y otros. El crecimiento fue atenuado por las reducciones en las importaciones de combustibles y lubricantes, productos farmacéuticos y de tocador, y productos de hierro y no ferrosos. En cuanto a los servicios, se registraron aumentos en las importaciones de servicios financieros y servicios de hoteles y restaurantes, mientras que se verificó una disminución en las importaciones de servicios de transporte (servicios de fletes adquiridos por paraguayos de no residentes). La incidencia de las importaciones de bienes fue de 3,9 p.p., mientras que de los servicios fue 1,1 p.p. (gráfico III.9). Con este resultado, acumuló un crecimiento de 5,7% al cierre del primer semestre del 2023.

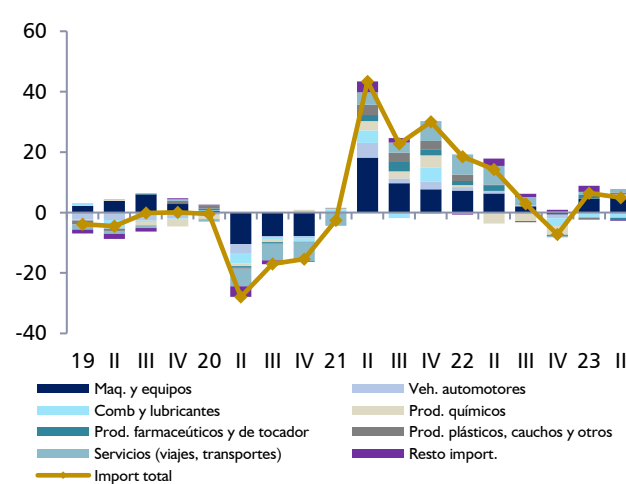
**Gráfico III.8. Componentes de las exportaciones de bienes y servicios**

Incidencias, porcentaje



**Gráfico III.9. Componentes de las importaciones de bienes y servicios**

Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

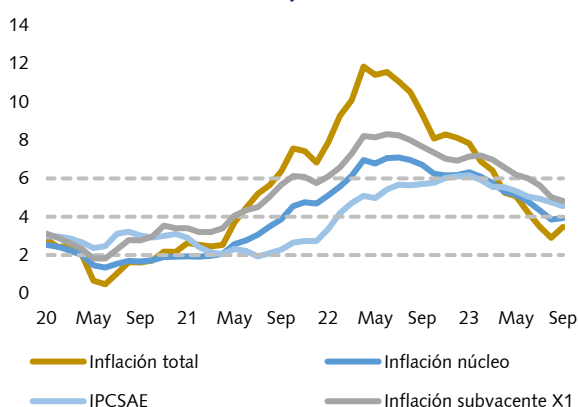
De esta manera, la demanda externa fue el componente que más relevancia tuvo en el incremento del PIB del segundo trimestre del 2023, incidiendo positivamente en 6,1 p.p., debido al mayor incremento registrado en las exportaciones. En tanto, la demanda interna tuvo una incidencia de -0,2 p.p., explicada por la reducción registrada en la formación bruta de capital, que incidió -2,8 p.p. Esta caída fue atenuada por el consumo total, que incidió favorablemente en 2,6 p.p., cuyos componentes, el consumo privado y el consumo de gobierno, incidieron 2,0 p.p. y 0,6 p.p., respectivamente.

## Evolución de Precios

La inflación total y sus distintas medidas de tendencia han seguido mostrando una trayectoria a la baja desde el último IPoM (gráficos III.10 y III.11). Las menores presiones derivadas del ámbito externo (precios de *commodities*), la postura restrictiva de la política monetaria y las expectativas alineadas a la meta, son factores que han contribuido a la desaceleración de la inflación en los últimos trimestres. En septiembre, la inflación interanual del IPC fue 3,5%, por debajo de la tasa registrada en junio (4,2%). En el mismo sentido, la tasa interanual del IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) se redujo de 5,1% a 4,6% en este periodo. Así también, las tasas mensuales de estos indicadores de precios se mantuvieron en niveles bajos en el tercer trimestre (promedio de 0,1% para el IPC total y de 0,3% para el IPCSAE).

**Gráfico III.10. Indicadores de inflación.**

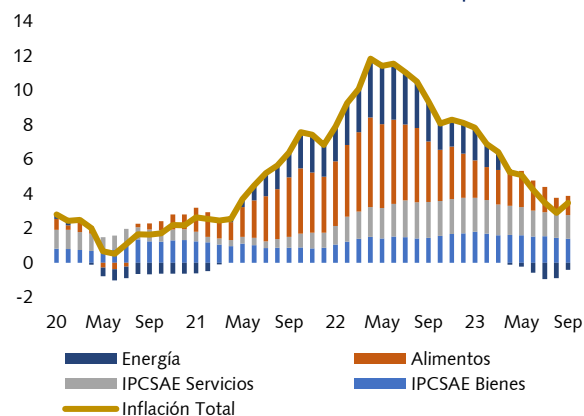
Tasas interanuales. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico III.11. Inflación total.**

Incidencias en la inflación interanual. Puntos porcentuales



La inflación interanual promedio del tercer trimestre fue 3,3%, menor que la tasa promedio del 4,9% correspondiente al trimestre anterior, y al 10,3% interanual promedio del tercer trimestre del año anterior. Análogamente, al considerar el IPCSAE la variación interanual promedio en el trimestre fue del 4,8%, resultado menor que el del trimestre anterior (5,3%), e inferior al del tercer trimestre del año anterior (5,7%).

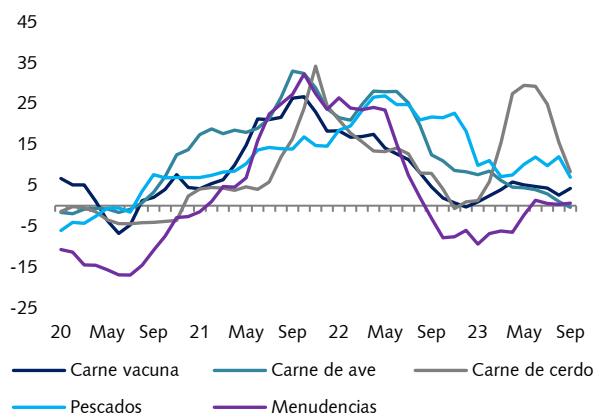
En cuanto a las otras medidas de tendencia de la inflación, también se observaron tasas interanuales menores en comparación al periodo previo. La inflación núcleo promedió una tasa interanual de 4% en el tercer trimestre, resultado inferior a lo observado en el trimestre anterior (5,1%). Por su parte, el promedio de la inflación subyacente X1 (que excluye, además de frutas y verduras, los servicios tarifados y combustibles), fue 5,2%, también inferior al del segundo trimestre (6,3%).

En cuanto al IPC de alimentos (sin frutas y verduras), la variación interanual promedio para este indicador fue 5,7% en este último trimestre, menor que el 8,1% correspondiente al segundo trimestre, e inferior al 13,2% interanual promedio del tercer trimestre del 2022. Entre los productos que explican esta desaceleración se encuentran los cereales y derivados (panificados y harinas), carne de aves, carne de cerdo, menudencias, pescados, leches, quesos, aceites (de girasol y soja), aderezos, yerba y té, entre otros (gráficos III.12 y III.13).



Gráfico III.12. IPC carne vacuna, cerdo y aves.

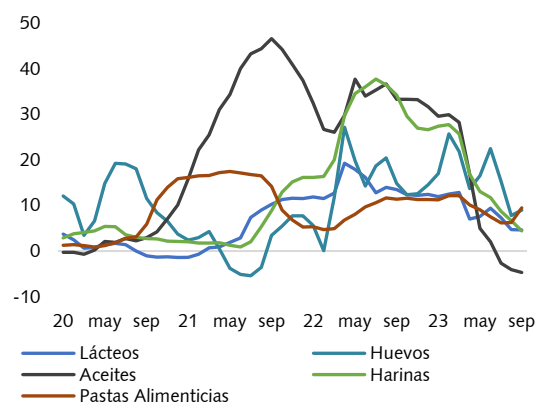
Variación interanual. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.13. IPC de productos lácteos, huevos, harinas, pastas y aceites.

Variación interanual. Porcentaje



Por su parte, el IPC combustibles registró una variación interanual promedio de -10% en el tercer trimestre, una caída mayor a la observada en el trimestre anterior (-4,0%), explicada por la evolución de los precios del gasoil común, gasoil aditivado, nafta común, nafta super, y el gas de uso doméstico. Es apropiado puntualizar que en el mes de septiembre se registró un incremento de 2,3%, explicado por el reciente repunte del precio del petróleo, no obstante, con relación al mismo mes del año anterior la variación sigue siendo negativa (-8,4%).

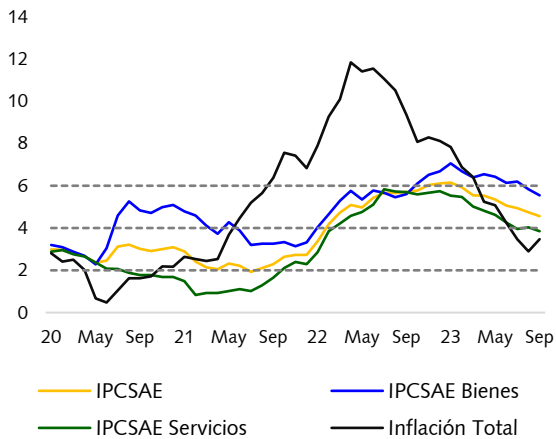
Como se mencionó, la inflación del IPCSAE continuó mostrando una trayectoria decreciente (gráfico III.14). Al respecto, el IPCSAE bienes verificó en el trimestre una variación interanual promedio de 5,9%, resultado inferior al 6,4% observado en el trimestre anterior. Esta moderación se explica principalmente, por las menores variaciones interanuales de las prendas de vestir, calzados, telas, muebles y artículos para el hogar, productos cosméticos, artículos de higiene personal, entre otros rubros.

Por su parte, el IPCSAE servicios verificó una variación interanual promedio de 4% en este trimestre, inferior a la tasa promedio del segundo trimestre (4,6%) (gráfico III.14). En este segmento, la desaceleración de la tasa interanual se debió a mantenimiento de vivienda, reparación de equipos para el hogar, servicios de vestimenta, seguros, servicios veterinarios, servicios de análisis laboratoriales, cuidado personal, comidas preparadas para llevar, paquetes turísticos al exterior, entre otros.

Finalmente, la difusión de la inflación ha venido moderándose en los últimos meses, aunque tuvo un leve repunte en el mes de septiembre. La proporción de variaciones positivas superiores al 0,333% mensual (i.e. 4% anualizado) del tercer trimestre, en promedio, se situó en 31,1%, inferior al 35,5% observado en el trimestre anterior (gráfico III.15).

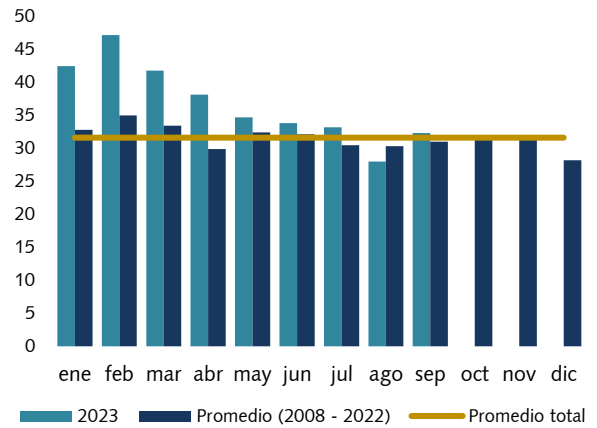


**Gráfico III.14. IPCSAE.**  
Variación interanual. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

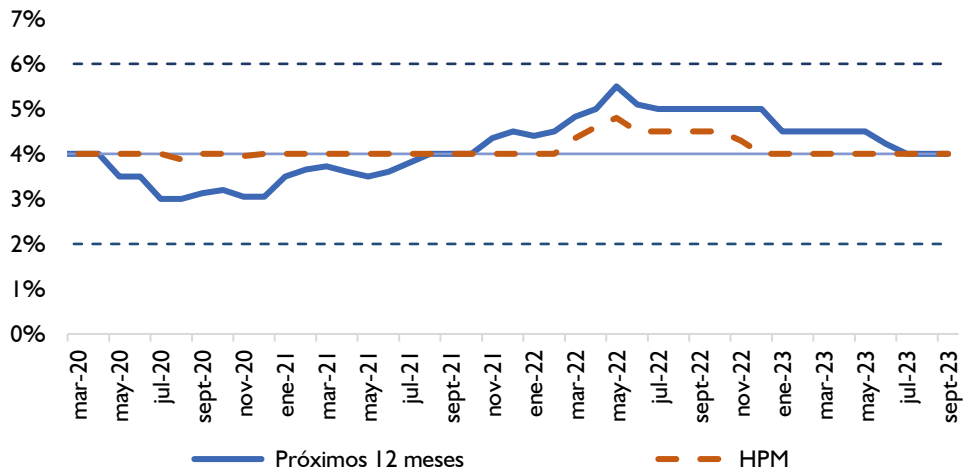
**Gráfico III.15. Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)**  
Actual vs. Promedio histórico. Porcentaje



## Expectativas de inflación

La mediana de las expectativas de inflación para el cierre del 2023 ha presentado ajustes a la baja durante el tercer trimestre, situándose en 4,5% en julio, 4,1% en agosto y 4% en septiembre. A su vez, la mediana de las expectativas de inflación para el cierre del 2024 fue de 4%, similar a la registrada en el informe anterior. Así también, para los próximos 12 meses, las expectativas de los agentes se ajustaron al nivel del centro del rango meta de la banca matriz (4%), al tiempo que, las expectativas para el horizonte de política monetaria (HPM) se mantuvieron en 4% (gráfico III.16).

**Gráfico III.16. Expectativas de Inflación**  
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay



## Cuenta Corriente

Con respecto al informe anterior, el saldo de la cuenta corriente para el año 2022 fue revisado a la baja, pasando de USD -2.776,6 millones a USD -2.993,5 millones. Esta reducción se debió, principalmente, al ajuste registrado en la cuenta del ingreso primario como consecuencia de los mayores flujos de inversión directa actualizadas para el periodo, los cuales resultaron en mayores utilidades registradas bajo ese concepto. Con esta modificación, en el 2022 el saldo en cuenta corriente cerró en torno al -7,2% del PIB.

Para el 2023 se estima un saldo superavitario en la cuenta corriente explicado, principalmente, por un mejoramiento en el resultado de la balanza comercial respecto al año anterior. Así, las exportaciones de bienes crecerían 24,6%, debido a los mayores envíos de granos de soja, como así también, por el aumento de las reexportaciones. Por su parte, las importaciones se incrementarían en torno al 3,8%, debido a las mayores importaciones de bienes de capital y bienes de consumo, pero atenuadas por las menores importaciones de bienes intermedios (combustibles y lubricantes, hierros y sus manufacturas, sustancias químicas, cemento y asfalto).

Considerando los últimos datos registrados al tercer trimestre y la evolución más probable de los distintos componentes del sector externo para el cuarto trimestre, el saldo en cuenta corriente para el 2023 fue ajustado a la baja, de 0,4% a 0,2% del PIB.

**Tabla III.3. Cuenta Corriente**

	2021 *	2022 *	2023(f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>-347,4</b>	<b>-2.993,5</b>	<b>89,7</b>
<b>Balanza Comercial</b>	628,7	-1.928,7	671,2
Exportaciones	13.223,0	12.815,5	15.970,3
Importaciones	12.594,3	14.744,1	15.299,1
<b>Servicios</b>	-124,2	-242,2	78,3
<b>Ingreso primario</b>	-1.385,9	-1.364,2	-1.275,7
<b>Ingreso secundario</b>	534,0	541,5	615,9
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>0,2%</b>

(f) Proyección.

(\*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Si bien se observa una revisión al alza en el superávit de la balanza comercial, que pasó de USD 647,7 millones (1,46% del PIB) a USD 671,2 millones (1,51% del PIB), el ajuste a la baja en cuenta corriente se explica por una corrección del saldo del ingreso primario, de USD -1.077,9 millones (-2,4% del PIB) a USD -1.275,7 millones (-2,9% del PIB). Esto se debió, principalmente, a correcciones en los datos de pago de intereses estimados para 2023, así como también, a un ajuste en las utilidades de la inversión directa del presente año.



Las exportaciones totales se revisaron al alza con relación al informe anterior por los mayores valores de reexportación y otras exportaciones. Por su parte, las exportaciones registradas presentan una leve reducción en su pronóstico de crecimiento debido a los menores envíos de aceites de soja, carnes, cuero, trigo y electricidad, atenuados por las mayores ventas externas previstas de granos de soja, maíz y arroz respecto a la proyección anterior. En cuanto a las importaciones totales, estas siguen presentando incrementos por las mayores compras de bienes de consumo y de capital (maquinarias agrícolas, máquinas industriales, ómnibus, camiones y camionetas) y los bienes que se importan bajo el régimen de turismo. Por su parte, los bienes intermedios siguen presentando reducciones por la caída en la cotización internacional del petróleo y de los abonos minerales.

Finalmente, se realizaron ajustes adicionales al alza en el saldo de la balanza de servicios con respecto al informe anterior, sustentado, principalmente por revisiones en los servicios de transporte y de manufacturas sobre insumos físicos pertenecientes a terceros (maquila).



## Finanzas Públicas

Los ingresos totales recaudados a septiembre totalizaron 31,3 billones de guaraníes, un incremento acumulado de 4,9%. Este resultado se explicó por el aumento de los ingresos tributarios (impuestos internos 5,1% e impuestos externos 2,8%), seguido por el incremento del 11,1% de la línea de Otros Ingresos -mayores ingresos de Itaipú- y, finalmente, por la suba del 22,7% de las Donaciones. Estos aumentos se vieron contrarrestados por una reducción del 9,5% de los ingresos en concepto de Contribuciones Sociales.

El Gasto Obligado, a septiembre, ascendió a 32,9 billones de guaraníes, lo que representó un aumento de 14,9% en comparación con el acumulado a septiembre de 2022, destacándose el incremento de la remuneración a los empleados del 8,3%. De igual manera, se verificó un aumento acumulado del 17,6% en las Prestaciones Sociales, explicado por los 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.), aumentó en 27,3% durante el mismo periodo, mientras que, el rubro de Pago de Intereses tuvo un incremento de 40,9%.

**Tabla III.4. Finanzas públicas.**

Miles de millones de guaraníes

Administración Central	Septiembre 2022	Septiembre 2023	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>29.830</b>	<b>31.306</b>	<b>4,9%</b>
Ingresos tributarios	22.869	23.829	4,2%
Contribuciones sociales	1.781	1.611	-9,5%
Donaciones	952	1.168	22,7%
Otros ingresos	4.228	4.698	11,1%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>28.640</b>	<b>32.914</b>	<b>14,9%</b>
Remuneración a los empleados	13.017	14.093	8,3%
Uso de bienes y servicios	2.917	3.713	27,3%
Intereses	2.637	3.717	40,9%
Donaciones	3.273	3.673	12,2%
Prestaciones sociales	5.514	6.485	17,6%
Otros gastos	1.283	1.235	-3,7%
<b>Balance operativo</b>	<b>1.190</b>	<b>-1.608</b>	
Adquisición neta de activos no financieros	5.345	4.311	-19,3%
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	<b>-4.155</b>	<b>-5.919</b>	

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF)

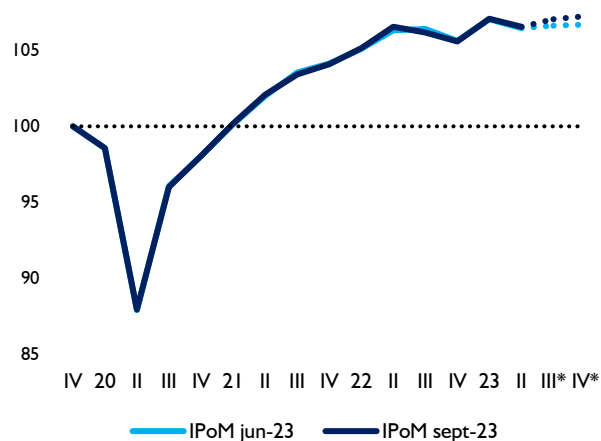
## IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

### Escenario base de proyección

En este apartado se describe la trayectoria esperada de las principales variables macroeconómicas externas e internas consideradas en el escenario base de proyección de la inflación local, así como los cambios observados en estos supuestos con relación al IPoM de junio.

En cuanto al PIB de los socios comerciales del Paraguay, desde el último informe, se observa una leve revisión al alza en las perspectivas económicas del año 2023, sustentada principalmente en la mejora de los pronósticos de la economía brasileña. Sin embargo, para el año 2024, se registra una leve corrección a la baja en la tasa de crecimiento anual, explicada por la previsión de una mayor contracción económica en Argentina (tabla IV.1).

**Gráfico IV.1. PIB trimestral Socios Comerciales.**  
Índice desestacionalizado, 2019Q4=100



**Tabla IV.1. Crecimiento del PIB Socios Comerciales.**  
Porcentaje

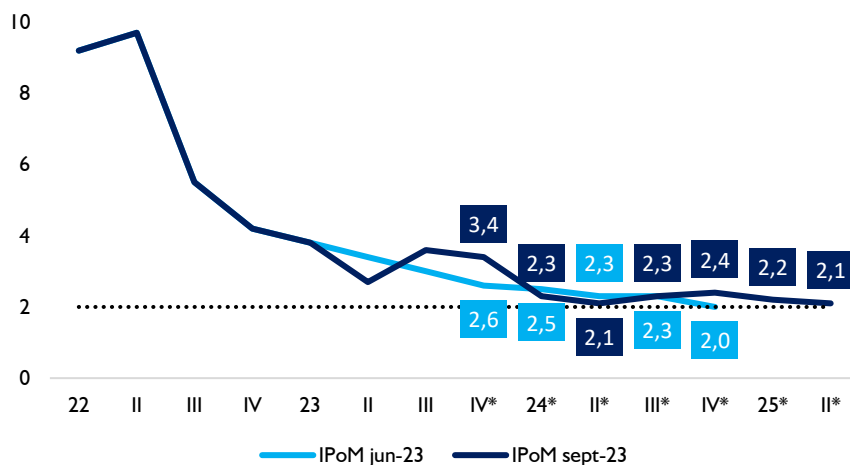
	2023	2024
IPoM jun	0,8	1,5
IPoM set	0,9	1,4

Fuente: Banco Central del Paraguay.

En lo que respecta a los precios externos, se observa un repunte de los pronósticos de inflación de Estados Unidos en el tercer y cuarto trimestre, con respecto a la senda esperada en el IPoM de junio. A partir del 2024, no se visualizan cambios sustanciales en las proyecciones (gráfico IV.2), aunque se destaca que la inflación se mantendría levemente por encima del 2% en todo el horizonte de proyección. En lo que respecta a las tasas de inflación de otras economías, las proyecciones para los años 2023 y 2024 se han mantenido o aumentado desde el último IPoM, a excepción de los pronósticos para Brasil (tabla IV.2).



**Gráfico IV.2. Inflación del IPC de Estados Unidos**  
Variación trimestral anualizada, Porcentaje



Fuente: Consensus Forecast

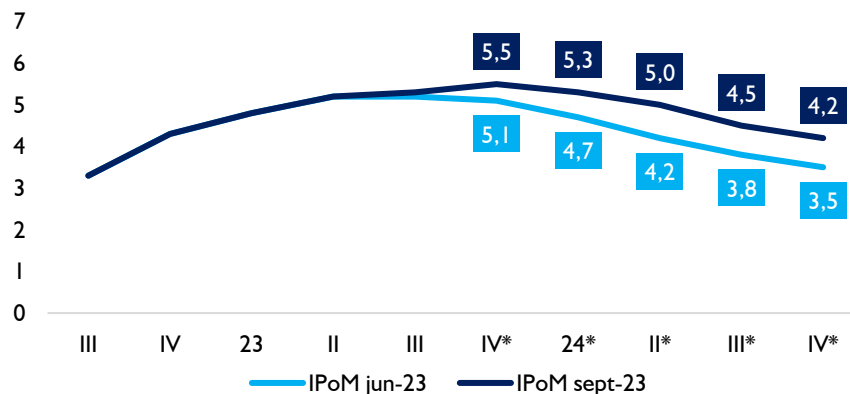
**Tabla IV.2. Inflación externa**

	2022	2023			2024		
		IPoM jun-23	IPoM sept-23	Δ p.p.	IPoM jun-23	IPoM sept-23	Δ p.p.
IPC Eurozona*	8,4	5,4	5,6	0,2	2,4	2,5	0,1
IPCA Brasil	5,8	5,4	4,8	-0,6	4,1	3,9	-0,2
IPC Argentina	94,8	140,4	178,3	37,9	105,6	142,0	36,4

(\*) Promedio anual  
Fuente: Consensus Forecast

En cuanto al rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a tres meses, las proyecciones actuales al 2024 se ubican por encima del IPoM de junio, recogiendo las expectativas de que las tasas referenciales de la Reserva Federal se mantendrían altas por más tiempo (gráfico IV.3).

**Gráfico IV.3. Rendimiento de bonos del tesoro Estados Unidos a 3 meses.**  
Porcentaje



Fuente: Consensus Forecast



En lo referente a las variables domésticas, la proyección de crecimiento del PIB para el 2023 se mantuvo en 4,5%, aunque se realizó una recomposición sectorial.

En el sector primario, la recuperación de la agricultura sigue explicando en buena parte el crecimiento del PIB, aunque se estima un crecimiento inferior con relación a la revisión anterior (de 30% a 22,5%). Una menor producción de trigo y de maíz justifican este ajuste a la baja. Por su parte, la ganadería exhibió un nivel faenamamiento del ganado bovino por debajo de lo esperado, en línea con precios de exportación más reducidos e incertidumbre en cuanto a la demanda externa, con lo cual se estima una contracción en torno al 0,9% para el 2023 (1,8 p.p. por debajo del informe anterior).

En el sector secundario, la industria manufacturera se ajustó a la baja (de 1,7% a 1,1%), por la menor dinámica esperada para aquellos rubros vinculados al sector agropecuario. Sin embargo, una mayor generación de energía eléctrica de las binacionales permitió una proyección de “electricidad y agua” superior a lo estimado en la revisión anterior (de 10,3% a 13,8%). En cuanto a las construcciones, se sigue proyectando una retracción de 4% en el año.

En el sector terciario, se ha observado una dinámica mejor a la esperada en el informe anterior, acompañada de buenas expectativas para el último trimestre. En particular, se prevé un crecimiento mayor para el comercio (de 2,9% a 5,2%), explicado principalmente por el impulso que han mostrado las importaciones bajo el régimen de turismo. Asimismo, se siguió registrando una buena dinámica en hoteles y restaurantes, servicios a las empresas, servicios a los hogares, intermediación financiera y servicios gubernamentales, que permitieron una revisión al alza en otros servicios (de 3,2% a 3,4%) y en gobierno (de 3,7% a 4,5%).

**Tabla IV.3. Crecimiento del PIB (Sectores económicos)**

Porcentaje

	2022	2023(f)	2023(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-8,7</b>	<b>15,0</b>	<b>1,4</b>
Agricultura	-12,7	22,5	1,4
Ganadería	-0,3	-0,9	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>
Manufactura	0,1	1,1	0,2
Construcción	-4,3	-4,0	-0,3
Electricidad y Agua	6,8	13,8	0,9
<b>Sector Terciario</b>	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>
Gobierno General	-0,5	4,5	0,4
Comercio	3,4	5,2	0,6
Otros Servicios	1,6	3,4	1,0
Impuestos	0,5	4,0	0,3
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	0,7	2,6	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

En la revisión del PIB por el lado del gasto, se estima mayores niveles de exportaciones e importaciones, así como una menor contracción de la inversión fija. El ajuste al alza en las exportaciones de bienes y servicios (de 19,1% a 26,2%) se explica por mayores exportaciones de energía eléctrica y de reexportaciones, con relación a los previstos en el informe al anterior. Respecto a las importaciones de



bienes y servicios, se espera un mayor crecimiento (de 1,5% a 7,8%) explicado principalmente por la importante expansión de las importaciones bajo el régimen de turismo. Asimismo, la buena dinámica de las importaciones de maquinarias y equipos vinculados con la agricultura explican también el ajuste mencionado. Con relación a la demanda interna, se espera una contracción menor de la formación bruta de capital fijo (de -3,0% a -2,5%), en línea con el desempeño de las importaciones de maquinarias y equipos. Finalmente, se estima un mayor crecimiento del consumo público (de 2,4% a 7,2%), mientras que la expansión esperada en el consumo privado se mantuvo sin cambios en 3,2%.

**Tabla IV.4. Crecimiento del PIB (Componentes del Gasto) y cuenta corriente**

Porcentaje

	2022	2023 (f)
PIB	0,1	4,5
Demanda Interna	2,5	-1,0
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-2,5
Consumo total	1,0	3,8
Consumo privado	2,2	3,2
Consumo público	-5,7	7,2
Exportaciones de bienes y servicios	-1,6	26,2
Importaciones de bienes y servicios	5,6	7,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-7,2	0,2

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

## Proyecciones de inflación

El pronóstico de inflación para el 2023 se corrigió de 4,1% a 3,8%, mientras que para el 2024 se mantuvo en 4,0%. Estos resultados se explican principalmente por menores presiones de los precios de *commodities* observados durante la mayor parte del trimestre. A nivel interno, a inicios del presente trimestre se verificó una moderación más rápida de la inflación total, explicada por alimentos y combustibles. Si bien se registró un repunte en el mes de septiembre -por el aumento de los precios de los combustibles y de la carne vacuna- los datos observados se ubicaron por debajo de lo previsto en el informe anterior. Hacia adelante, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, y en ausencia de nuevos choques, la inflación interanual continuaría su proceso de convergencia hacia el centro del rango meta en los próximos meses, esperando oscilar en torno al 4% a partir del tercer trimestre de 2024 hasta el horizonte de política monetaria (Tabla IV.5).

**Tabla IV.5 Proyecciones de inflación**

Porcentaje

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

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

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

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

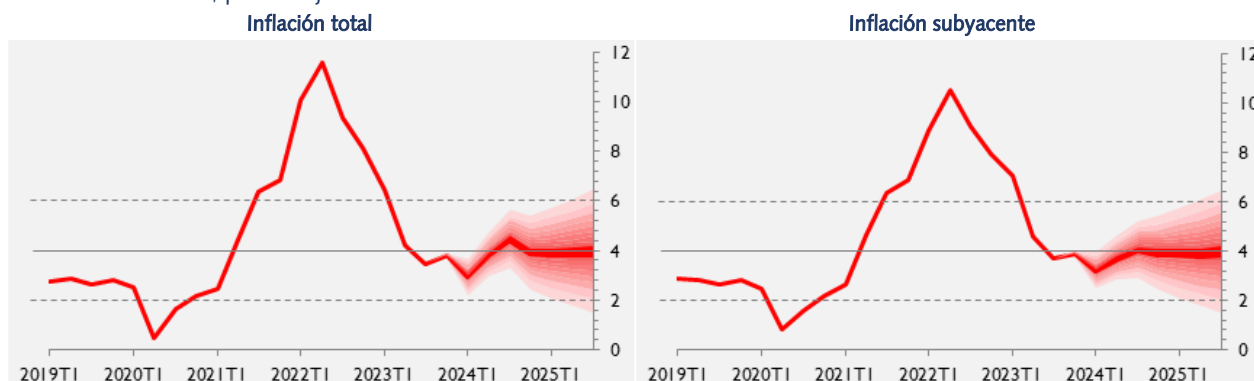
Fuente: Banco Central del Paraguay

## Escenario de Riesgos para la inflación y la actividad económica

Los principales riesgos para la inflación se derivan principalmente del ámbito internacional. Una convergencia más lenta de la inflación global, tasas de interés internacionales elevadas por más tiempo, un menor apetito por el riesgo e incertidumbre en relación de la evolución del precio del petróleo son las amenazas más relevantes. La resiliencia de la economía de Estados Unidos y el reciente repunte de los precios de la energía son factores que pueden ralentizar la convergencia de la inflación en dicho país. En este escenario, la Reserva Federal podría mantener sus tasas referenciales en niveles elevados por un tiempo más prolongado al previsto anteriormente. Para las economías emergentes y en desarrollo, esto implicaría condiciones financieras más restrictivas y, eventualmente, salida de capitales y presiones sobre sus monedas. Asimismo, las primas de riesgo podrían incrementarse en este contexto de mayor incertidumbre. En cuanto a los precios de los *commodities*, la desaceleración global - particularmente de China- podría contribuir a mantener estables o a reducir los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Sin embargo, los recortes en la oferta y el reciente conflicto bélico en Medio Oriente han aumentado la volatilidad del precio del petróleo, con un sesgo alcista. En este sentido, además de los riesgos al alza en los precios de los combustibles, una divergencia en la evolución los precios de los *commodities* energéticos y alimenticios podría deteriorar los términos de intercambio de los países exportadores de alimentos. En cuanto al desempeño de los socios comerciales, destaca la incertidumbre con relación al desenlace del proceso electoral en Argentina.

### Gráfico IV.4. Proyecciones de inflación

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

**El riesgo para la actividad económica local sigue siendo el factor climático.** En el informe anterior se resaltaba los efectos negativos que el fenómeno climático “El Niño” podría tener sobre la actividad económica. Estos se han materializado principalmente en la agricultura, a través de un exceso de humedad que llevó a un menor rendimiento del trigo. Para el presente IPoM, el riesgo vinculado con una incidencia negativa del fenómeno “El Niño” se ha reducido. Sin embargo, ha aumentado la probabilidad de niveles de precipitación insuficientes, principalmente en la zona norte de la región oriental y que estaba retrasando la siembra de la soja. No obstante, es importante mencionar que, al cierre de este IPoM, el escenario se ha vuelto más favorable por las últimas lluvias registradas.

## Recuadro I: Choques climáticos y ciclos económicos reales

### Introducción

El aumento en la frecuencia de eventos climáticos extremos (sequías, inundaciones y olas de calor) es uno de los desafíos más apremiantes que el mundo enfrenta actualmente. Una forma en que estos fenómenos están afectando a la economía es a través de choques climáticos.

En este apartado se presenta la estimación del efecto de un choque climático sobre las principales variables macroeconómicas del ciclo económico real de la economía paraguaya. Un modelo bayesiano de vectores autorregresivos estructurales muestra que, ante un choque de sequía, el producto interno bruto, el consumo y la inversión disminuyen significativamente durante los primeros dos trimestres tras la ocurrencia del shock.

### El impacto de las crisis climáticas en los ciclos económicos reales

Las crisis climáticas pueden tener un impacto significativo en los ciclos económicos reales. Los ciclos económicos reales son fluctuaciones en la producción de una economía causadas por cambios en la tecnología y la productividad. Las crisis climáticas pueden alterar las cadenas de producción y suministro, y también pueden provocar cambios en la demanda de bienes y servicios. Como resultado, los shocks climáticos pueden provocar o iniciar otras crisis en otros sectores de la economía.

Es probable que el impacto de las crisis climáticas en los ciclos económicos reales varíe dependiendo de una serie de factores, incluido el tipo de crisis, su gravedad y la resiliencia de la economía. Por ejemplo, una sequía en una importante región agrícola podría tener un impacto significativo en el suministro mundial de alimentos, provocando precios más altos y dificultades económicas. Una inundación en una ciudad importante podría destruir la infraestructura y perturbar los negocios, provocando una recesión.

Comprender la relación entre las crisis climáticas y los ciclos económicos reales es esencial para desarrollar políticas que mitiguen los impactos económicos de eventos climáticos adversos. Al comprender cómo los shocks climáticos afectan la economía, los formuladores de políticas, y en particular, la monetaria, pueden tener un panorama más claro sobre sus efectos y así poder diseñar políticas para ayudar a las empresas y los hogares a adaptarse a estos shocks y reducir su vulnerabilidad.

### Metodología

El método adoptado para la estimación del impacto climático sobre el ciclo económico real es el de modelos de vectores autorregresivos estructurales (SVAR). En el mismo, el vector  $y_t'$  viene dado por  $y_t' = [y_{1t}', y_{2t}']$ , donde  $y_{1t}'$  es un vector que contiene a la variable exógena (clima) y  $y_{2t}'$  es un vector de variables endógenas (domésticas).

En el vector  $y_1$ ,  $ispy$  es el índice agregado de condiciones climáticas del Paraguay (o índice de sequía). El vector  $y_2$  contiene al producto doméstico  $pib$ , el consumo  $c$ , la inversión  $inv$  y la balanza comercial, medida en términos del producto doméstico,  $tby$ .



Todas las variables incorporadas en el SVAR se encuentran en frecuencia trimestral (ajustadas estacionalmente, salvo *ispy*), y en términos logarítmicos. A excepción del índice de condiciones climáticas (*ispy*), el resto de las variables provienen del Banco Central del Paraguay y corresponden al periodo 2001Q1-2020Q2.

El *ispy* para el sector agrícola se construye a partir de datos diarios que reflejan el porcentaje de agua útil en el suelo destinado a la producción tecnificada de cultivos como soja, maíz, trigo ciclo largo y maíz zafriña en los departamentos de Alto Paraná, Caaguazú, Canindeyú, Itapúa y San Pedro. Estos datos provienen de estimaciones provistas por el modelo de Balance Hídrico Agrícola (BHA<sub>g</sub>), generadas por la Dirección Nacional de Meteorología e Hidrología.<sup>3</sup> El *ispy* se calcula para cada cultivo mediante promedios mensuales de agua útil por departamento. Luego, estos promedios se suman, usando ponderaciones basadas en datos históricos de producción por departamento. Finalmente, el índice agregado se obtiene al sumar, ponderadamente, los índices individuales de cada cultivo.

En cuanto a restricciones de identificación, se ha impuesto que la variable *ispy* sea totalmente exógena, lo cual implica exogeneidad contemporánea y en todos sus rezagos. Para el resto de las variables que componen el sistema SVAR, se ha asumido endogeneidad total. Por lo tanto, se ha permitido que el algoritmo estime los coeficientes para cada ecuación del sistema y determine sus efectos contemporáneos y rezagados.<sup>4</sup> El método utilizado para estimar el modelo SVAR es el algoritmo propuesto por Waggoner y Zha (2003), quienes formulan un modelo bayesiano de vectores autorregresivos estructurales (BSVAR) con un estimador de muestreo de Gibbs de dos pasos que permite identificar correctamente los shocks. Para su estimación, se han especificado dos rezagos para el BSVAR y se han empleado *priors* de Minnesota, generándose un total de 10.000 muestras de Monte Carlo para los parámetros del BSVAR (de los cuales se han descartado las primeras 50% de las muestras generadas).

### Impacto económico de las sequías desde un enfoque BSVAR

Las respuestas estimadas de las principales variables macroeconómicas del ciclo económico doméstico ante un shock climático adverso se encuentran disponibles en el Gráfico I. Como se puede apreciar, un incremento del índice de sequías causa disminuciones significativas en el PIB, el consumo y la inversión durante dos trimestres subsiguientes al inicio de la sequía. Sin embargo, lo mismo no se verifica con el efecto sobre la balanza comercial, el cual resulta ser no significativo a lo largo de todo el horizonte de respuesta.

La senda del impulso climático, que representa un aumento en la escasez de lluvias en zonas importantes para la producción de cultivos agrícolas, muestra una duración media y significativa de un trimestre<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Al estimar la cantidad de agua útil para cada cultivo, el BHA<sub>g</sub> no solo considera las entradas de agua, como las precipitaciones, sino también las salidas, como la evaporación, la transpiración, el escurrimiento, entre otros factores. Además, el modelo tiene en cuenta las condiciones atmosféricas que influyen en el consumo de agua y los requisitos hídricos específicos de cada cultivo en diferentes etapas de su desarrollo, así como el tipo de suelo en cada área geográfica.

<sup>4</sup> Los resultados obtenidos son robustos, aunque se asuma un orden recursivo a la Cholesky (*ispy*, *pib*, *c*, *inv*, *thy*).

<sup>5</sup> Un resultado análogo puede ser constatado en el estudio realizado por Buckle et al. (2002).



En términos cuantitativos, un incremento del índice de sequía en un desvío estándar (0,76%) provoca picos de caídas significativos en el PIB y la inversión de -0,8% y -2,4%, respectivamente, tras dos trimestres de haberse producido el incremento. En tanto, el consumo cae un máximo de -0,6%, de manera contemporánea al shock.

Los impactos significativos y acumulados del shock climático al cabo de dos trimestres sobre el PIB, el consumo y la inversión ascienden a -1,2%, -0,6% y -3,6%, respectivamente. Estos resultados confirman que el clima posee una influencia en los ciclos económicos del país. Por otra parte, se observa que los efectos del shock tienen un carácter transitorio, ya que la actividad retorna a sus niveles de tendencia en un periodo corto de tiempo.

### **Comentarios finales**

La sequía es un tipo de shock climático que puede tener un impacto significativo en las variables macroeconómicas. En particular, se ha constatado que, en un escenario de sequía, el PIB, el consumo y la inversión disminuyen significativamente durante dos trimestres tras haberse iniciado la sequía.

El mecanismo de transmisión de un shock climático a variables macroeconómicas es complejo y depende de diversos factores. Sin embargo, el diseño de políticas apropiadas puede contribuir en la mitigación de sus impactos negativos.

### **Referencias**

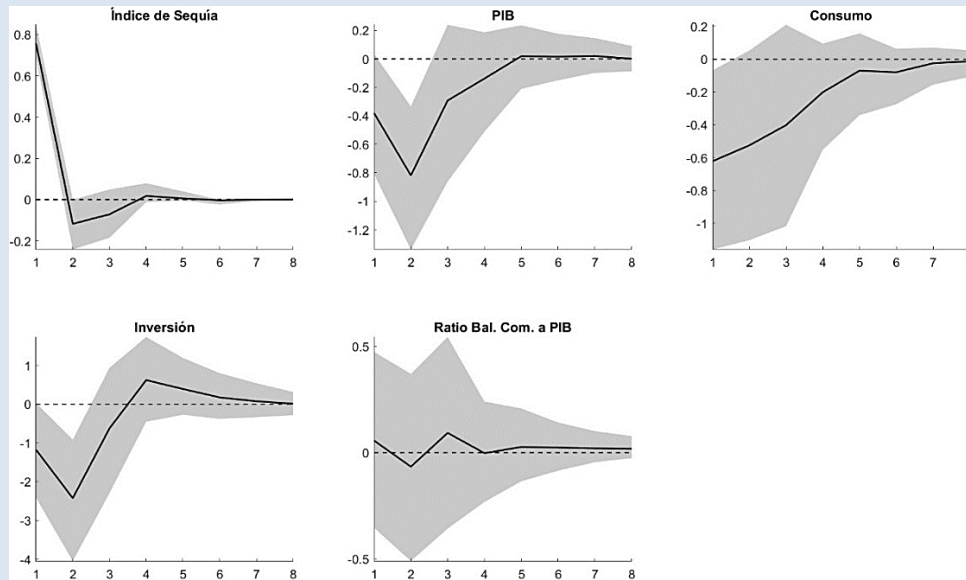
Buckle, R. A., Kim, K., Kirkham, H., McLellan, N., & Sharma, J. (2002). *A structural VAR model of the New Zealand business cycle* (No. 02/26). New Zealand Treasury Working Paper.

Waggoner, D. F., & Zha, T. (2003). A Gibbs sampler for structural vector autoregressions. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 28(2), 349-366.

## Apéndice del Recuadro

### Gráfico I. Respuestas a un shock climático

Variación trimestral. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Nota: La línea sólida corresponde a la mediana de las respuestas al shock de un desvío estándar del índice climático de 0.76%. El área sombreada ilustra un intervalo al 90% de confianza del total de respuestas al mismo shock. Los ejes verticales indican valores porcentuales de cada variable y los horizontales representan trimestres.

## Recuadro II: Efectos de los choques de precios de *commodities* en la inflación

### Introducción

El presente recuadro tiene como objetivo analizar los efectos de choques a los precios de los *commodities* en la inflación, considerando un modelo semi-estructural de la economía paraguaya. Los precios de los *commodities* pueden experimentar fluctuaciones significativas debido a una variedad de factores, como la oferta y la demanda globales, eventos climáticos, conflictos geopolíticos y cambios en la política monetaria. Estos cambios pueden afectar la inflación de varias maneras:

- **Costos de producción:** Si los precios de los *commodities* utilizados en la producción de bienes y servicios aumentan, esto eleva los costos de producción para las empresas. Para mantener los márgenes de ganancia, algunas empresas pueden buscar trasladar estos costos adicionales a los consumidores en forma de precios más altos.
- **Demanda agregada:** Los aumentos en los precios de los combustibles y los alimentos pueden afectar el poder adquisitivo de los consumidores, ya que gastan más en estos productos básicos y tienen menos recursos disponibles para otros gastos.
- **Expectativas inflacionarias:** Los choques de *commodities* pueden influir en las expectativas inflacionarias de las personas y las empresas. Si se espera que los precios de los *commodities* continúen aumentando, esto puede llevar a ajustes salariales y aumentos de precios anticipados, lo que puede alimentar la inflación.

Por lo tanto, los choques de *commodities* constituyen un elemento importante en el análisis de la inflación, ya que pueden influir en los costos, la demanda y las expectativas, factores que contribuyen a la dinámica inflacionaria en una economía. Los economistas y los responsables de la política económica suelen prestar atención a estos factores al evaluar y gestionar la inflación. Consecuentemente, el análisis de los efectos de los choques de *commodities* enriquece en el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

### Evolución de los precios de los *commodities*

El índice de precios de los *commodities* alimentarios aumentó por encima del 40% interanual en mayo de 2021, debido principalmente a una recuperación más rápida de la demanda de dichos productos en relación a su oferta. En un contexto de precios históricamente altos, a principios del 2022, el conflicto entre Ucrania y Rusia dio otro golpe, con una contracción de la oferta, tanto de energía como de granos y fertilizantes.

Tras la invasión de Rusia a Ucrania, con los problemas de exportación y las medidas restrictivas impuestas a Rusia, se generaron tensiones en los mercados y se redujeron las ofertas de granos y de petróleo a nivel mundial. En estas condiciones, tanto el precio de los alimentos como el de los combustibles intensificaron su tendencia al alza.

En la medida que las presiones fueron cediendo y la cadena de suministros fue normalizándose, los precios de los *commodities* mostraron una reversión gradual. Mas aún, el cambio de tendencia también se debió a condiciones financieras más restrictivas debido a la suba de tasas de interés de la Reserva



Federal y de otros bancos centrales de forma generalizada, en un contexto de niveles de inflación mucho más elevados.

**Gráfico I. Índice de *Commodities* Alimenticios<sup>6</sup> (ICA).**

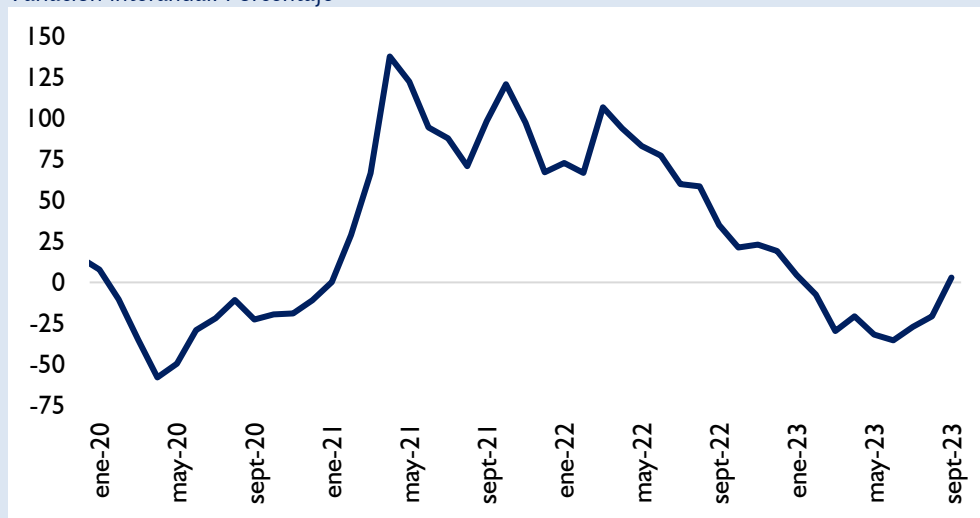
Variación interanual. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II. Índice de *Commodities* Energéticos<sup>7</sup> (ICE).**

Variación interanual. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

## Descomposición histórica de choques

Existen diversas metodologías y enfoques para realizar la descomposición de variables de series de tiempo, como la descomposición histórica de choques, el método de descomposición de varianza, el método de descomposición de correlación, el método de descomposición de tendencia-ciclo, entre otros. La descomposición histórica de choques, también conocida como descomposición estructural o

<sup>6</sup> Informe de política Monetaria, marzo 2021 "Recuadro II Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICCPRY)".

<sup>7</sup> Ibídem.

descomposición de fuentes de fluctuaciones, es una técnica utilizada en el análisis macroeconómico para separar las fuentes de las fluctuaciones económicas. Esta descomposición permite identificar y cuantificar la contribución de diferentes factores a las variaciones observadas en una variable económica a lo largo del tiempo. En el presente recuadro, nos detenemos a analizar la descomposición de la inflación del índice de precios al consumidor (IPC).

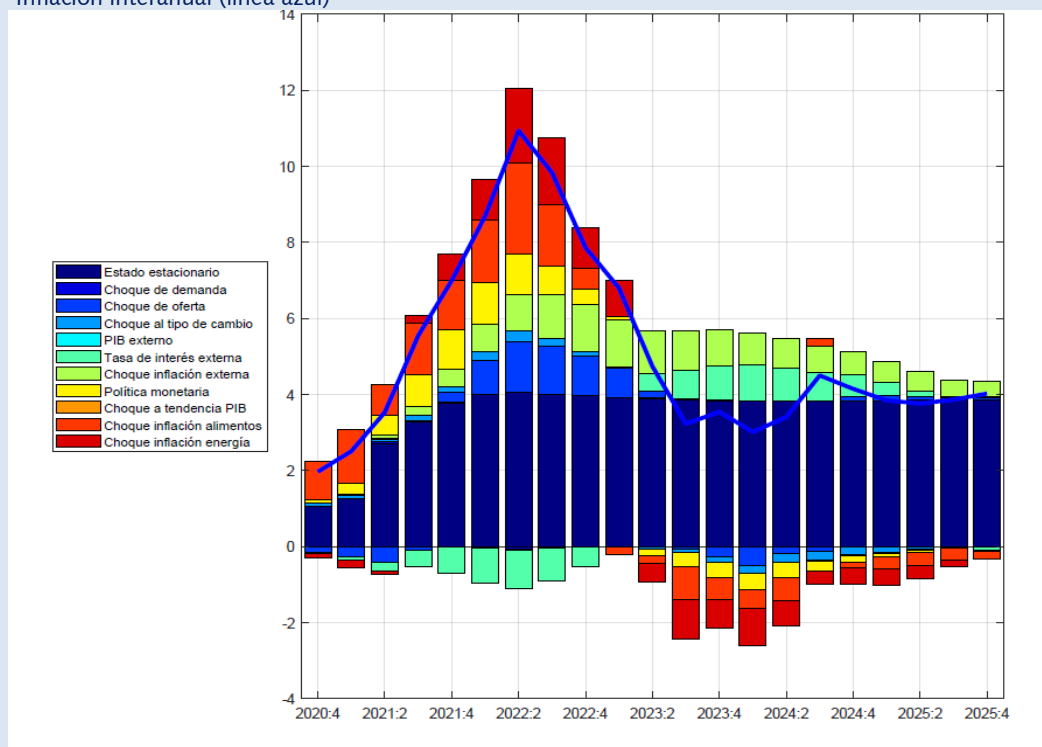
En general, la descomposición histórica de choques es una herramienta importante para comprender las complejas interacciones y motores de las series de tiempo, separando los componentes estructurales. Estos componentes estructurales representan las fuentes fundamentales de las fluctuaciones económicas, como los choques tecnológicos, los choques de oferta y demanda, las políticas fiscales y monetarias, entre otros. De esta manera, ayuda a la comprensión de los factores subyacentes que determinan los resultados económicos y permite a los hacedores de política e investigadores evaluar el impacto de diversos choques y políticas en la economía.

### Evolución de los choques estructurales

En el Gráfico III se presenta la incidencia que los distintos tipos de choques han tenido sobre la inflación desde el primer trimestre del 2020, con proyecciones hasta el cuarto trimestre del 2025.

**Gráfico III. Descomposición de choques**

Inflación interanual (línea azul)



Fuente: Gerencia de Estudios, Banco Central del Paraguay

El presente análisis de descomposición histórica sugiere que los choques de *commodities* han ejercido presiones inflacionarias en años recientes. No obstante, estas presiones se han empezado a disipar desde el segundo trimestre del año 2023. En ese sentido, el incremento de los precios internacionales de alimentos y energía han jugado un rol relevante para explicar los desvíos de la inflación del IPC respecto a la meta. Estos factores han estado contribuyendo en forma positiva hasta el primer trimestre



de 2023. En particular, durante el segundo trimestre de 2022 el modelo utilizado identifica un choque positivo significativo de estos factores sobre la inflación, asociado al inicio del conflicto entre Ucrania y Rusia.

Por otra parte, a partir del segundo trimestre de 2023 estos choques han comenzado a presentar signo predominantemente negativo, lo cual responde, principalmente, a una importante reversión de los precios de *commodities* (alimentos y energía). No obstante, al mismo tiempo, otros factores externos, como las tasas de interés internacionales, han empezado a tener un impacto positivo sobre la inflación, en línea con el endurecimiento de la política monetaria que ha estado llevando a cabo la FED debido a que la inflación en Estados Unidos presenta una elevada persistencia. Sin embargo, se espera que estas presiones sobre la inflación se vayan disipando hacia finales del horizonte de política monetaria.

Asimismo, la evolución de la inflación externa ha sido una fuente adicional en las fluctuaciones de la inflación, contribuyendo en forma positiva al aumento de esta en el periodo considerado, pero en menor intensidad al compararlos con los choques de precios de alimentos y energía. Finalmente, se puede observar que la política monetaria había entrado en una fase de moderación durante la pandemia, de manera a estimular la actividad económica, lo cual se mantuvo hasta el cuarto trimestre de 2022. Posteriormente, dadas las presiones inflacionarias observadas en la economía, la política monetaria pasó a una posición contractiva a partir del primer trimestre de 2023, no obstante, se espera que retorne a su condición neutral de manera paulatina.

### Consideraciones finales

El análisis de los choques a los precios de los *commodities* es un tema que se encuentra en el foco de atención de las autoridades monetarias. Esto se debe a los efectos que estas fluctuaciones de precios plantean para la inflación si es que persisten por periodos prolongados. En particular, dado que estos choques podrían tener consecuencias más profundas sobre la inflación de economías como la de Paraguay (por la alta participación de los alimentos en la canasta de consumo y el elevado uso de los derivados de petróleo), su evaluación permite a los hacedores de política identificar con mayor claridad la incidencia de estos sobre la inflación doméstica. Esto es de suma utilidad al momento de gestionar las decisiones de política monetaria en función al objetivo de inflación.

De esta manera, la metodología utilizada sugiere que para el periodo comprendido entre el cuarto trimestre del 2021 y el segundo trimestre del 2023, los choques a los precios de los *commodities* (alimentos y energía) jugaron un papel predominante a la hora de explicar los desvíos de la inflación respecto a la meta establecida por el BCP. En un contexto de precios históricamente altos, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, además de generar tensión en los mercados mundiales, ocasionó dificultades logísticas que afectaron la cadena de suministros, lo cual redujo la oferta de granos y petróleo, intensificando la tendencia al alza que se venía observando. Esto, finalmente, terminó impactando sobre las diversas medidas de inflación doméstica. Posterior al segundo trimestre del 2023, otros factores externos como las tasas de interés internacionales o la evolución de la inflación externa fueron los que cobraron mayor relevancia en el plano local.