



---

## 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