



Resumen Ejecutivo

Economía internacional y regional

Desde el IPoM anterior, las presiones inflacionarias han continuado moderándose a nivel global en un escenario de menores precios de *commodities* y condiciones financieras ajustadas. Las tasas de interés referenciales de las principales economías avanzadas se han mantenido elevadas, no obstante, las expectativas del mercado apuntan a posibles recortes desde el primer semestre del 2024. Por su parte, los bancos centrales de la región han seguido reduciendo sus respectivas tasas de política monetaria. La economía global continúa mostrando resiliencia y los datos del tercer trimestre, mejores a los esperados, elevaron marginalmente la proyección de crecimiento mundial para el 2023 a 2,9%.

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento para el 2023 se ajustaron al alza, de 2,1% a 2,4%, mientras que la inflación continúa desacelerándose. La mejora en el PIB se debió, principalmente, a aumentos en el consumo y en la inversión, mientras que el mercado laboral se mantiene resiliente. Por su parte, la desaceleración de la inflación total se explicó por reducciones en el costo de la energía y un menor incremento de los precios de alimentos y viviendas. Respecto a la política monetaria, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el rango de tasas de interés de fondos federales durante el cuarto trimestre y dio señales de una política menos restrictiva en la reunión de diciembre. En ese contexto, las expectativas del primer recorte de tasas de interés en el 2024 se han adelantado con relación a lo esperado anteriormente por el mercado. En los mercados financieros, los rendimientos de los bonos de largo plazo se han reducido, el dólar se ha debilitado a nivel global y los índices bursátiles han repuntado en medio de una menor volatilidad.

De igual forma, las perspectivas económicas para China han mejorado ligeramente con respecto al informe anterior, mientras que para la Eurozona se han mantenido sin cambios. El alza en las proyecciones de China para el 2023 (de 5,0% a 5,2%) se debió a los mejores datos del tercer trimestre con respecto a los esperados. Por otra parte, la Eurozona registró en el tercer trimestre la primera reducción del PIB trimestral del año, como consecuencia de una menor demanda en un contexto de condiciones financieras restrictivas. A pesar de esta disminución, la proyección de crecimiento para el 2023 se ha mantenido en 0,5%, mientras que para el 2024 se ha ajustado levemente a la baja, de 0,8% a 0,6%.

En Brasil, la previsión de crecimiento ha permanecido estable en 3,0% para el 2023 y se espera una moderación en el 2024 (1,6%). En el tercer trimestre, el PIB creció 2,0% interanual, por encima del 1,8% esperado por el mercado. Este resultado fue explicado por el buen dinamismo de las exportaciones y el consumo (privado y público). En cuanto a la inflación, esta se ha moderado en el cuarto trimestre, situándose dentro del rango meta fijado por el BCB. Con respecto a la tasa Selic, la misma fue reducida en los meses de noviembre y diciembre, ubicándose en 11,75% al cierre del año.

En Argentina, la contracción económica en el 2023 sería menor a la esperada inicialmente, pasando la estimación de -3,0% a -2,1%. En el tercer trimestre, el PIB mostró una variación interanual de -0,8%, explicada en gran medida por una caída de las exportaciones vinculada a la sequía que afectó al sector agrícola. Por otro lado, se puede notar una aceleración de la inflación durante el cuarto trimestre, alcanzando una tasa interanual de 160,9% en noviembre. El nuevo gobierno ha implementado una serie



de medidas económicas en el periodo reciente para avanzar hacia un equilibrio fiscal, no obstante, se mantiene la incertidumbre con relación al impacto de estas.

Coyuntura doméstica y política monetaria

La actividad económica ha seguido exhibiendo una dinámica favorable en los últimos meses. En el tercer trimestre, el PIB registró una variación interanual de 3,6% (0,7% intertrimestral), impulsada por los resultados positivos en servicios, electricidad y agua, industria manufacturera, agricultura y ganadería. En contrapartida, el sector construcción atenuó este crecimiento. Análogamente, el PIB sin agricultura y binacionales aumentó 2,9% interanualmente (1,2% intertrimestral). Por el lado del gasto, se registró una incidencia positiva del consumo privado y público, y de las exportaciones netas, mientras que la formación bruta de capital fijo se redujo interanualmente. Conforme al IMAEP, se seguirá verificando una tasa interanual positiva de la actividad económica en el cuarto trimestre, en línea con las estimaciones de crecimiento de la economía para el 2023.

Desde el último IPoM, la inflación total se ha estabilizado por debajo del 4%, al tiempo que las medidas de tendencia han seguido mostrando una trayectoria a la baja. La reducción de los precios de los *commodities*, la postura restrictiva de la política monetaria y las expectativas de inflación en línea con la meta del 4% del BCP son algunos de los factores que han explicado la moderación de las presiones inflacionarias durante el 2023. En diciembre, la variación interanual del IPC fue 3,7%, levemente superior a la tasa registrada en septiembre (3,5%). Por su parte, la tasa interanual del IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) disminuyó de 4,6% a 4,0% en el mismo periodo.

Durante el cuarto trimestre, el CPM decidió reducir la TPM en 125 puntos básicos, ubicándose en 6,75% al cierre de diciembre. Luego de la reunión del CPM de octubre, en la que se había reducido la TPM en 25 pb debido a los riesgos externos, el escenario macroeconómico internacional ha evolucionado favorablemente, tanto por las señales de una política monetaria menos restrictiva de la Reserva Federal como por las menores presiones provenientes de los precios de los *commodities*, principalmente del petróleo. En el entorno doméstico, la actividad económica ha mantenido un dinamismo positivo, en línea con la estimación de crecimiento del PIB del 2023. En cuanto a los indicadores de inflación, las presiones al alza se han mantenido acotadas, mientras que las expectativas de inflación, para todos los plazos, han seguido ancladas a la meta del 4%. En estas condiciones, el Comité decidió disminuir la tasa referencial en 50 pb en la reunión de noviembre y en 50 pb en la reunión de diciembre.

Proyecciones y riesgos

Para el 2023, el pronóstico de crecimiento económico se mantuvo en 4,5%. Esta expansión se explica, principalmente, por las incidencias positivas de la agricultura y la producción de energía eléctrica, aunque la industria y los servicios también mostraron un buen dinamismo en el año. No obstante, la retracción en la construcción atenuó el crecimiento del PIB. Con relación a los cambios respecto a la revisión anterior (IPoM septiembre 2023), destacan los ajustes al alza en la ganadería (de -0,9% a 0%) y en la manufactura (de 1,1% a 2,3%), este último sustentado, principalmente, en una producción de carne vacuna superior a la prevista en la revisión anterior. Por el lado del gasto, resalta la revisión al alza en las exportaciones e importaciones de bienes y servicios (de 26,2% a 31,1% y de 7,8% a 12,3%, respectivamente), en línea con el importante incremento verificado en las reexportaciones y en las importaciones bajo el Régimen de Turismo. Por su parte, se sigue previendo aumentos tanto del



consumo público como privado (7,2% y 3,0%, respectivamente). En cambio, la formación bruta de capital fijo se ajustó a la baja (de -2,5% a -3,0%), de conformidad con la revisión de las construcciones.

La proyección de crecimiento del PIB para el 2024 se situó en 3,8%, explicado por expansiones en los tres sectores de la economía (Tablas A y B). En el sector primario, se prevé una tasa del 4,2%, sustentado principalmente en las buenas perspectivas climáticas que volverían a favorecer la producción agrícola. Por su parte, el crecimiento esperado en la ganadería (1,6%) se encuentra en línea con las mejores expectativas del sector, en especial, después de la apertura del mercado estadounidense y la reciente disminución de la incertidumbre respecto a la demanda externa. En cuanto al sector secundario, se prevé una recuperación de la construcción (4,7%), impulsada principalmente por el sector privado. Las buenas perspectivas económicas, las tasas de interés más bajas y la estabilización de la inflación en torno a la meta son factores que podrían contribuir positivamente en el desempeño del sector. La dinámica positiva proyectada en las construcciones y en el sector primario se trasladaría también a la industria manufacturera, con un crecimiento previsto de 3,6%. Asimismo, se anticipa una incidencia positiva del fenómeno del Niño en el caudal hídrico del Río Paraná, lo cual permitiría una mayor generación de energía eléctrica. Por último, la expansión en torno a 3,5% del sector terciario se justifica en el buen desempeño previsto para el comercio, los servicios a los hogares, y los servicios a las empresas, entre otros. Por el lado del gasto, se estima un aumento de la demanda interna, explicado por un crecimiento del consumo privado (3,6%) y un repunte de la formación bruta de capital fijo (5,0%), en tanto que las exportaciones e importaciones también registrarían incrementos (3,0% y 2,8%, respectivamente).

Las proyecciones de la inflación para 2024 y para el horizonte de pronóstico se mantuvieron en 4%. Durante el 2023, la política monetaria restrictiva, el anclaje de las expectativas de inflación al objetivo de mediano plazo y las menores presiones de los precios de commodities de alimentos y energía explican los resultados inflacionarios obtenidos, cerrando la inflación por debajo de la meta, en 3,7%. Para el 2024, la proyección de una brecha del producto tanto doméstica como externa prácticamente cerradas, tasas de interés internacionales que comenzarían a reducirse en el primer semestre, y una base de comparación importante para la inflación doméstica durante los primeros meses del próximo año, conducen a que las proyecciones oscilen en torno al límite inferior del rango meta durante los primeros trimestres de 2024, para luego, a partir del tercer trimestre, y en ausencia de nuevos choques, converger paulatinamente al 4% (Tabla C).

Los riesgos derivados del ámbito externo se han atenuado con respecto a los señalados en el IPoM de septiembre, sin embargo, estos aún persisten. Un menor impulso externo ante una desaceleración global mayor a la esperada y un eventual aumento del precio del petróleo ante la intensificación de las tensiones geopolíticas son las amenazas más relevantes actualmente. Una profundización de las fragilidades del sector inmobiliario en China, además de deteriorar las perspectivas de dicho país, afectarían la dinámica esperada para la economía global. En cuanto a los precios de los *commodities*, los efectos del fenómeno del Niño siguen generando riesgos al alza en los precios de los alimentos a nivel internacional, mientras que la desaceleración global podría contribuir a mantener estables o a reducir los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Por otro lado, los recortes en la oferta y el escalamiento de las tensiones geopolíticas podrían incrementar los precios del petróleo o, al menos, generar una mayor volatilidad. Recientemente, los precios del crudo mostraron ciertas presiones al alza debido a los ataques a buques mercantes en el Mar Rojo, generando ciertas disrupciones en rutas marítimas que son claves para el comercio global. En este sentido, y como se mencionó en el informe anterior, 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 el ámbito local, los riesgos derivados del factor climático también se han mitigado en los últimos meses. Como se indicó en el informe anterior, el panorama para la agricultura -producción de soja- se había vuelto más favorable hacia finales de octubre por las últimas precipitaciones registradas. Estas condiciones positivas se han mantenido en los meses subsiguientes. Si bien se había señalado un aumento en la probabilidad de niveles insuficientes de lluvias en la zona norte de la región oriental, este riesgo se ha atenuado en el periodo reciente. Eventualmente, en un escenario de exceso de precipitaciones por el fenómeno del “Niño”, el sector de las construcciones podría verse afectado negativamente, mientras que, para la generación de electricidad sería un factor positivo.



Tabla A. Crecimiento del PIB (Sectores económicos)

Porcentaje

	2023 (f)	2024 (f)	2024 (i)
Sector Primario	15,3	4,2	0,4
Agricultura	22,5	4,9	0,3
Ganadería	0,0	1,6	0,0
Sector Secundario	2,9	4,0	1,3
Manufactura	2,3	3,6	0,7
Construcción	-5,7	4,7	0,3
Electricidad y Agua	13,8	4,3	0,3
Sector Terciario	3,8	3,5	1,7
Gobierno General	4,5	3,4	0,3
Comercio	5,2	3,4	0,4
Otros Servicios	3,0	3,5	1,0
Impuestos	4,0	3,7	0,3
PIB a precios de mercado	4,5	3,8	3,8
PIB sin agricultura, ni binacionales	2,6	3,6	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

Porcentaje

	2023 (f)	2024 (f)
PIB	4,5	3,8
Demanda Interna	-0,8	3,7
Formación bruta de capital fijo	-3,0	5,0
Consumo total	3,6	3,0
Consumo privado	3,0	3,6
Consumo público	7,2	0,0
Exportaciones de bienes y servicios	31,1	3,0
Importaciones de bienes y servicios	12,3	2,8
Cuenta corriente (% del PIB)	0,3	0,0

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla C. Proyección de inflación

Porcentaje

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

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay