



Informe de **POLÍTICA MONETARIA (IPoM)**



Septiembre, 2024

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

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.....	19
Política Monetaria	19
Condiciones Financieras.....	20
Mercado Bursátil	22
Tipo de Cambio.....	23
III. Escenario Doméstico	24
Actividad y demanda	24
Inflación.....	29
Cuenta Corriente	31
Finanzas Públicas.....	32
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	33
Escenario base de proyección	33
Escenarios de Riesgo	36
Recuadro I: Revisión de la literatura empírica sobre el impacto económico del grado de inversión ..	38
Recuadro II: Actualización de las estimaciones de la tasa de interés real neutral para Paraguay	44



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%, 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

La proyección de crecimiento para la economía global se ha revisado levemente al alza, la inflación ha seguido disminuyendo, las condiciones monetarias se han flexibilizado y los precios de *commodities* se han reducido. El pronóstico de crecimiento mundial para 2024 se ajustó de 3,0% a 3,1%, debido principalmente a una mejora en la previsión para Estados Unidos. Las tasas de inflación han seguido bajando en las economías avanzadas, aunque la moderación de la inflación subyacente ha sido menos pronunciada. Los mercados financieros internacionales registraron una importante volatilidad a inicios del mes de agosto, sin embargo, han tendido a normalizarse posteriormente. En septiembre, la Reserva Federal (FED) comenzó con el ciclo de recortes de sus tasas de interés y el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su política de flexibilización monetaria. Por otro lado, los precios de los *commodities* energéticos y agrícolas se redujeron con respecto a los niveles observados en junio, debido a expectativas de moderación de la demanda global y a una oferta abundante, lo que ha compensado las presiones al alza provocadas por la creciente incertidumbre relacionada con los conflictos geopolíticos.

En Estados Unidos, los indicadores del mercado laboral han mostrado un menor dinamismo y la inflación ha disminuido en los últimos meses, lo que ha dado a la FED mayor confianza para bajar sus tasas de interés de referencia. La actividad económica siguió mostrando un crecimiento sólido en el segundo trimestre, superior a la expectativa, motivando una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento, del 2,4% a 2,6% para este año, y se mantuvo sin cambios para el 2025. En los últimos meses, la tasa de desempleo ha aumentado, la creación de empleos se ha moderado y la inflación se ha desacelerado más de lo esperado, aunque se mantiene por encima del objetivo del 2%. En este contexto, la FED decidió reducir el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 50 puntos básicos, ubicándose en 4,75% - 5,00% anual. En los mercados financieros internacionales, el dólar se ha debilitado y los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos han disminuido para todos los plazos desde el último informe.

Las tasas de crecimiento económico de la Eurozona y de China fueron inferiores a las esperadas en el segundo trimestre. En la Eurozona, el crecimiento del PIB se mantiene moderado debido a la débil demanda interna privada y se prevé un crecimiento del 0,7% para este año. La inflación siguió bajando gradualmente, acercándose al objetivo del 2%, lo que ha impulsado al BCE a continuar con el proceso de flexibilización monetaria. En China, el crecimiento del segundo trimestre y los indicadores adelantados del tercero han mostrado un menor dinamismo del previsto, lo que ha llevado a reducir la proyección de crecimiento del PIB de 4,9% a 4,8%, por debajo del objetivo del 5%. En este contexto, el gobierno chino ha anunciado nuevas medidas de estímulo para reactivar la economía.

En Brasil, el desempeño económico del segundo trimestre superó las expectativas, mientras que la inflación se ha mantenido elevada. En el periodo señalado, el PIB creció 3,3% interanual, por encima de la previsión del mercado (2,7%). De esta manera, se revisó al alza el pronóstico de crecimiento para este año, de 2,0% a 2,8%. Por otro lado, la inflación sigue elevada, cerca del límite superior del rango objetivo del Banco Central de Brasil (BCB) y las expectativas de inflación para finales de 2024 y 2025 se han incrementado en los últimos meses, alejándose más de la meta. En este contexto, en septiembre,



el BCB decidió aumentar la tasa Selic en 25 pb, hasta el 10,75%, después de mantenerla sin cambios desde junio.

En Argentina, la actividad económica continuó en terreno negativo y la inflación siguió moderándose en línea con las medidas de estabilización económica. En el segundo trimestre de 2024, el PIB registró una variación interanual del -1,7%, superando la caída prevista (-1,4%). Como resultado, se prevé que el PIB cierre el 2024 con una variación de -3,8% (-3,6% en el informe anterior). Por otro lado, la inflación continuó desacelerándose, aunque de manera más gradual, situándose alrededor del 4,0% en el tercer trimestre. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha mantenido su tasa de política monetaria en 40,0% desde mayo, sin embargo, anunció una serie de medidas para eliminar las distintas fuentes de emisión monetaria y disminuir la carga de pasivos en su hoja de balance. En este contexto, la brecha cambiaria se redujo desde el último informe, debido en parte a las intervenciones del BCRA en el mercado paralelo, y la acumulación de reservas internacionales se ha estabilizado en los últimos meses.

Coyuntura doméstica y política monetaria

La actividad económica y la demanda interna han seguido mostrando una dinámica favorable. En el segundo trimestre de 2024, el PIB creció 4,8% interanual (1,4% intertrimestral), explicado por los desempeños positivos registrados en los servicios, las manufacturas, la construcción y la ganadería. No obstante, el resultado negativo de la generación de energía eléctrica atenuó la dinámica positiva de la actividad económica. El PIB que excluye agricultura y binacionales registró un incremento del 6,9% interanual (2,2% intertrimestral). Por el lado del gasto, los componentes con incidencia positiva fueron el consumo privado, la formación bruta de capital fijo (FBCF) y el consumo del gobierno, mientras que las exportaciones netas incidieron negativamente. Al cierre del primer semestre, el PIB acumuló un crecimiento de 4,6%.

Desde el último IPoM, la inflación total y las medidas de tendencia han seguido evolucionando favorablemente. En el tercer trimestre, el promedio de la inflación interanual fue 4,2%, similar al promedio observado en el segundo trimestre. En términos mensuales, la tasa promedio se redujo de 0,3% a 0,0%, reflejando principalmente una reversión de los aumentos de precios de los componentes volátiles de la canasta del IPC. Por otra parte, la inflación subyacente, la subyacente X1 y la inflación núcleo promediaron tasas interanuales de 3,3%, 4,1% y 3,2% en el tercer trimestre (3,0%, 4,3% y 3,1%, en el segundo trimestre). Por último, las expectativas de inflación, para todos los horizontes consultados, han permanecido en torno a la meta del 4,0%.

Durante el tercer trimestre del año, el CPM decidió mantener la TPM en 6,0%. El BCP había reducido la TPM de 8,50% en agosto de 2023 a 6,00% en marzo de 2024. Durante el segundo y tercer trimestre, el CPM mantuvo la tasa referencial, señalando que la misma se encuentra en torno al rango neutral, un nivel adecuado considerando la dinámica actual de la inflación y de la actividad económica. Las distintas medidas de inflación, las proyecciones y las expectativas de los agentes económicos se han mantenido en línea con la meta de mediano plazo. Asimismo, el nivel del PIB se encuentra acorde a su potencial.



Proyecciones

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB para el 2024 se revisó al alza de 3,8% a 4,0% (Tabla A). Por un lado, esta mayor expansión se explica por un resultado mejor al esperado en el sector comercio, cuya proyección aumentó de 4,9% a 5,1%. En el mismo sentido, el sector ganadero registró un ajuste al alza (de 1,6% a 5,4%), explicado por el mayor ritmo de faenamiento. En línea con el buen desempeño de la actividad económica, los impuestos a los productos también mostraron un crecimiento mayor a lo esperado, revisándose al alza de 6,8% a 9,5%. En contrapartida, el pronóstico del sector de “electricidad y agua” se revisó a la baja, de -2,8% a -4,0% debido a la menor producción de energía eléctrica por parte de las binacionales, afectada por el bajo nivel del caudal hídrico del Río Paraná. En cuanto al sector agrícola, se continúa esperando la misma tasa de crecimiento que la revisión anterior (1,8%), aunque se ha registrado una recomposición. La menor producción de maíz con respecto a la prevista anteriormente estaría compensada por una mayor producción de trigo. Asimismo, las demás actividades (manufacturas, construcción, gobierno general y otros servicios) presentaron una dinámica acorde a la esperada, por lo que sus respectivas estimaciones no se han modificado. De esta manera, el pronóstico del PIB sin agricultura y binacionales se revisó al alza, de 4,5% a 4,9%.

En el PIB por el lado del gasto, la demanda interna mostraría un crecimiento mayor al anticipado (Tabla B). Respecto al IPoM anterior, el consumo privado ha mostrado una dinámica superior a la esperada, llevando a un ajuste al alza en su crecimiento, de 4,3% a 4,7%. Este ajuste positivo de 0,4 p.p. es consistente con la revisión al alza del PIB sin agricultura y binacionales y con el buen dinamismo de las importaciones. Por su parte, la expansión prevista para la formación bruta de capital fijo se revisó al alza de 5,0% a 5,8% debido al buen desempeño de las inversiones en maquinarias y equipos. Con relación a la demanda externa, el crecimiento de las exportaciones se ajustó a la baja (de 1,5% a 0,4%), explicado por las menores exportaciones de productos primarios (maíz) y de energía eléctrica. Por su parte, el crecimiento de las importaciones se revisó al alza (de 3,1% a 4,1%), principalmente por los mejores resultados de las importaciones para consumo interno.

Las proyecciones de inflación se mantienen en 4% para 2024, así como para el horizonte de pronóstico (Tabla C). Al igual que en el informe anterior, no se observan desequilibrios significativos que puedan desviar la inflación de la trayectoria esperada. Por un lado, se ha seguido observando una reversión de los aumentos de precios de los componentes volátiles de la canasta del IPC, el PIB se encuentra en niveles cercanos a su potencial y los efectos de la depreciación de la moneda local han sido limitados. Por otro lado, en el ámbito externo, los riesgos han tendido a moderarse, sobre todo con la disminución de los precios de *commodities* alimenticios y energéticos. Con las expectativas de las agentes alineadas al objetivo de mediano plazo y en ausencia de nuevos choques, se anticipa que la inflación se mantendrá en torno al 4% hacia fines de 2024 y a lo largo del horizonte de proyección (Tabla C).

Escenarios de riesgo

Los riesgos derivados del ámbito externo se encuentran más equilibrados. Las tensiones geopolíticas, sobre todo en Medio Oriente, siguen representando una fuente de riesgos al alza sobre la inflación a través del efecto que podrían tener en la evolución de los precios del petróleo. Además, unas condiciones climáticas desfavorables en las principales regiones de producción podrían impactar en los cultivos y aumentar los riesgos de un incremento en los precios internacionales de los *commodities*



alimenticios. A su vez, persisten los riesgos de una moderación del crecimiento global derivada de la situación de China y de una profundización de las políticas proteccionistas. Por otro lado, las condiciones financieras externas serían más favorables conforme avance el ciclo de recortes de las tasas de interés de la FED, lo que podría impulsar el crecimiento global y moderar las presiones cambiarias sobre las monedas de la región en los próximos meses. No obstante, posterior a la última reunión del CPM, se publicaron los datos de empleo e inflación de Estados Unidos de septiembre, que superaron las expectativas del mercado, lo cual genera cierta incertidumbre con relación al ritmo de ajustes de las tasas de interés de la FED en los meses siguientes.

En el plano doméstico, el escenario de riesgos se encuentra vinculado, principalmente, con la evolución del clima. La probabilidad de ocurrencia del fenómeno climático de “La Niña”, el cual se encuentra asociado a un menor régimen de precipitaciones, ha aumentado recientemente. Este fenómeno podría incidir negativamente en el rendimiento de la producción agrícola en el periodo 2024/2025, sin embargo, conforme a pronósticos climatológicos, la severidad de “La Niña” sería reducida. Por otro lado, en el presente año se ha observado una mayor exportación de granos de soja con respecto a años anteriores, lo que podría implicar en contrapartida una menor dinámica en la producción de aceites hacia el último trimestre del año. Por su parte, el sector ganadero y la producción de carnes podrían mostrar un mejor resultado al esperado, considerando las buenas expectativas del sector.



Tabla A. Crecimiento del PIB (Sectores económicos)

Porcentaje

	2023*	2024 (f)	2024 (i)
Sector Primario	16,5	3,0	0,3
Agricultura	23,3	1,8	0,1
Ganadería	0,5	5,4	0,1
Sector Secundario	3,4	2,2	0,7
Manufactura	3,1	4,4	0,9
Construcción	-7,5	3,0	0,2
Electricidad y Agua	16,0	-4,0	-0,3
Sector Terciario	3,6	4,5	2,2
Gobierno General	3,4	3,4	0,3
Comercio	4,4	5,1	0,6
Otros Servicios	3,4	4,6	1,3
Impuestos	3,3	9,5	0,6
PIB a precios de mercado	4,7	4,0	
PIB sin agricultura y binacionales	2,8	4,9	

*Datos preliminares, (f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

Porcentaje

	2023*	2024 (f)
PIB	4,7	4,0
Demanda Interna	-1,7	5,5
Formación bruta de capital fijo	-3,5	5,8
Consumo total	2,9	4,7
Consumo privado	2,7	4,7
Consumo público	3,6	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	36,7	0,4
Importaciones de bienes y servicios	14,1	4,1
Cuenta corriente (% del PIB)	0,2	-3,2

*datos preliminares, (f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla C. Proyecciones de inflación

Porcentaje

	2023	2024(f)	2025(f)	2026 (f)
Inflación IPC diciembre (*)	3,7	4,0	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	3,2	4,0	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección realizada con datos al mes de septiembre de 2024.

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

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2026

Fuente: Banco Central del Paraguay



Decisiones de Política Monetaria

Reunión de julio

En el plano internacional, se había observado un menor dinamismo en el mercado laboral de Estados Unidos y las tasas de inflación habían sido menores a las esperadas por el mercado en junio. En este escenario, la probabilidad de que el primer recorte de tasas de interés de la Reserva Federal se materialice en la reunión de septiembre se había incrementado de manera importante.

Los precios internacionales del petróleo se habían ubicado en niveles similares con respecto a la reunión anterior, mientras que los precios de los productos agrícolas se habían reducido, debido a una mejora en las perspectivas de la oferta, por condiciones climáticas más favorables en las principales regiones productoras.

En cuanto a la coyuntura doméstica, el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) había registrado un crecimiento de 3,1% interanual en mayo, impulsado por la contribución positiva de los servicios, las manufacturas, la ganadería y la agricultura. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se había mantenido en zona de optimismo en junio.

En cuanto a los precios domésticos, la inflación mensual del IPC había sido -0,4% en junio, explicada, principalmente, por la reducción de los precios de los componentes volátiles de la canasta (rubros frutihortícolas) y de la carne vacuna. Esta disminución había sido atenuada por incrementos en los precios de algunos bienes durables y servicios. En términos interanuales, las variaciones del IPC y del IPCSAE fueron 4,3% y 3,5%. Las expectativas de inflación se habían mantenido en torno al 4,0% para todos los horizontes consultados.

En ese contexto, el CPM había decidido mantener la TPM en 6,0%.

Reunión de agosto

En Estados Unidos, los indicadores del mercado laboral habían mostrado un menor dinamismo en julio, reflejado en una reducción en la creación de empleos y un aumento de la tasa de desempleo. Por su parte, la inflación interanual continuó desacelerándose y se ubicó por debajo de la tasa esperada. En este contexto, la probabilidad de que el primer recorte de tasas de interés de la Reserva Federal se materialice en septiembre se había vuelto a incrementar.

Los precios internacionales del petróleo y sus derivados, aunque con oscilaciones, se habían reducido con respecto a la reunión anterior. Las expectativas de una menor demanda global habían contrarrestado las presiones al alza generadas por la mayor incertidumbre en torno a los conflictos geopolíticos. Por su parte, los precios de los productos agrícolas habían mantenido una trayectoria descendente debido a las perspectivas favorables de la oferta y una demanda más debilitada.

En el escenario local, el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) había registrado una expansión interanual de 3,9% en junio, impulsada por los servicios, las manufacturas, la construcción, la ganadería y la agricultura. Con estos resultados, el IMAEP había acumulado un crecimiento de 4,4% en el primer semestre. Por su parte, el ICC había permanecido en zona de optimismo en julio.

En cuanto a la inflación doméstica, se había registrado una inflación mensual del IPC en 0,1% en julio, explicada, principalmente, por el incremento de los precios de algunos servicios, aunque había sido atenuado por la reducción de los precios de los componentes volátiles de la canasta (rubros



frutihortícolas) y de la carne vacuna. En términos interanuales, las tasas del IPC y del IPCSAE se habían ubicado en 4,4% y 3,4% interanual, respectivamente, mientras que la inflación núcleo había sido 3,2% interanual. Las expectativas de inflación se habían mantenido en torno al 4,0% para todos los horizontes consultados.

En ese contexto, el CPM había decidido mantener la TPM en 6,0%.

Reunión de septiembre

En Estados Unidos, los indicadores recientes de actividad económica habían seguido mostrando un buen desempeño, mientras que, en el mercado laboral se destacaba la moderación observada en los últimos meses. Por su parte, la inflación se había desacelerado, aunque seguía siendo superior al 2%. En este contexto, en la reunión de septiembre, la Reserva Federal había decidido reducir el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 50 puntos básicos, ubicándose en 4,75% -5,00% anual. En los mercados financieros internacionales, el dólar se había depreciado levemente, al tiempo que los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos habían continuado disminuyendo.

Los precios internacionales del petróleo y sus derivados se habían reducido con respecto a la reunión anterior, en tanto que, los precios de los productos agrícolas habían aumentado debido a la preocupación por los posibles efectos de condiciones climáticas adversas en las principales regiones productoras.

En el plano local, el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) había registrado un crecimiento interanual de 5,3% en julio, debido a la buena dinámica de los servicios, las manufacturas, la construcción, la ganadería y la agricultura, mientras que el sector de electricidad y agua había verificado una caída. Por otro lado, el Estimador de Cifras de Negocios (ECN) había crecido 7,8% interanual en julio, impulsado, entre otros rubros, por las mayores ventas de combustibles, insumos agropecuarios, prendas de vestir, vehículos y equipamientos del hogar. Con estos resultados, las tasas de variación acumulada del IMAEP y del ECN habían sido de 4,6% y 7,9%, respectivamente. Por su parte, el ICC se había mantenido en zona de optimismo en agosto.

En cuanto a los precios domésticos, la variación mensual del IPC había sido de -0,2% en agosto, explicada por la reducción de los precios de algunos alimentos, especialmente de los rubros volátiles. En términos interanuales, las tasas del IPC e IPCSAE se habían ubicado en 4,3% y 3,5% interanual. En general, las medidas de tendencia de la inflación y las expectativas se habían mantenido en torno al 4,0%.

En ese contexto, el CPM había decidido mantener la TPM en 6,0%.



I. Entorno Internacional y Regional

Con respecto al IPoM de junio, la proyección de crecimiento de la economía mundial para 2024 se ajustó de 3,0% a 3,1%, debido principalmente a una mejora en los pronósticos de Estados Unidos. Por otra parte, las tasas de inflación en las economías avanzadas se mantienen por encima de sus respectivas metas, aunque con una tendencia a converger a las mismas. El primer recorte de tasas de la Reserva Federal se materializó en su reunión de septiembre, reduciendo el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 50 puntos básicos, situándolo en 4,75%-5,00%. Las expectativas del mercado sugieren más recortes en las reuniones restantes del 2024.

Desde el informe anterior, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y Ucrania se mantuvieron latentes, generando ciertas presiones al alza sobre los precios de los *commodities* energéticos, sin embargo, las expectativas de una moderación de la demanda global, especialmente de China, y el fuerte crecimiento de la oferta en los países no-OPEP tuvieron una mayor incidencia, llevando a un descenso en los precios del petróleo crudo hasta los 70 dólares por barril (promedio Brent-WTI) a finales de septiembre. Por otro lado, se verificó una moderación en los precios de los *commodities* agrícolas, explicada principalmente por el elevado nivel de existencias, respaldado por condiciones meteorológicas favorables, así como una débil demanda global.

El pronóstico de crecimiento económico de los principales socios comerciales de Paraguay se ajustó de 2,1% a 2,4% para el 2024, mientras que para el 2025 se espera un crecimiento del 2,5% (tabla I.1). Respecto a los socios del Mercosur, la tasa de crecimiento para el 2024 se ajustó al alza (de 1,0% a 1,5%), explicado, principalmente, por las mejores perspectivas de Brasil (2,0% a 2,8%), pero moderado por el ajuste a la baja en la proyección de crecimiento de Argentina (-3,6% a -3,8%).

Con respecto a la inflación, las tasas interanuales en la mayoría de los países de la región han seguido moderándose, aunque aún permanecen por encima de sus respectivas metas, a excepción de Perú. En este contexto, algunos de los bancos centrales de la región con metas de inflación redujeron el ritmo de los recortes de sus tasas de política monetaria. Por su parte, Uruguay ha realizado una pausa en su ciclo de flexibilización en las últimas reuniones, mientras que el Banco Central de Brasil decidió incrementar la tasa Selic en la reunión de septiembre.

Tabla I.1. Perspectivas de crecimiento económico

Porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual	
	2024	2025	2024	2025
Mundo	3,0	3,0	3,1	3,1
EE.UU.	2,4	1,8	2,6	1,8
Eurozona	0,7	1,4	0,7	1,3
China	4,9	4,5	4,8	4,5
Brasil	2,0	2,0	2,8	2,0
Argentina	-3,6	3,0	-3,8	3,0
Socios comerciales	2,1	2,5	2,4	2,5
Socios Mercosur	1,0	2,2	1,5	2,2

Fuente: Bloomberg. Proyecciones al 30/09/2024.



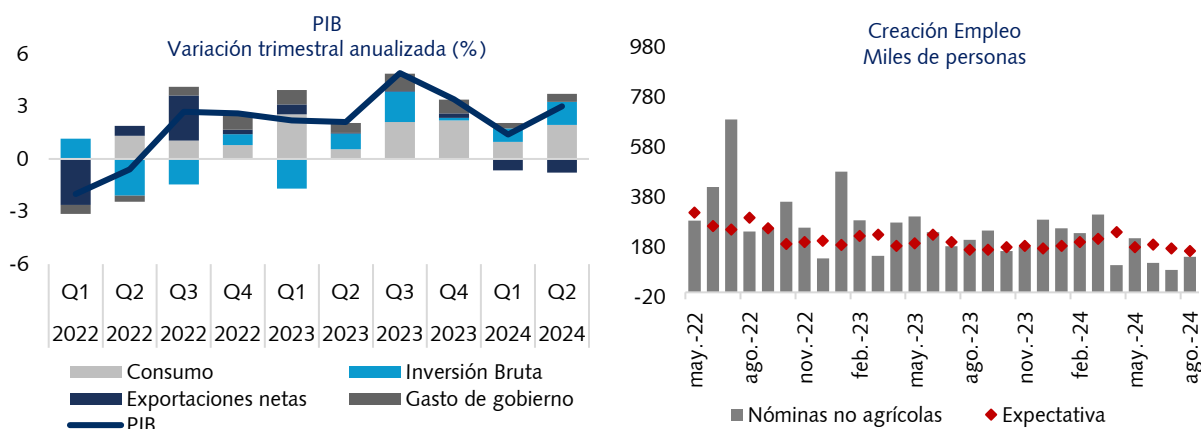
Estados Unidos

En Estados Unidos, el PIB del segundo trimestre registró una variación trimestral anualizada del 3,0% impulsada, principalmente, por el aumento del consumo privado, la inversión privada en inventarios y la inversión no residencial (gráfico I.1). El pronóstico de crecimiento del PIB para el 2024 es de 2,6% (2,4% en el IPOM de junio), mientras que, para el 2025 se prevé una moderación del crecimiento a 1,8%. Por otra parte, en el mercado laboral se observaron cifras de creación de puestos de trabajo inferiores a las expectativas del mercado, en tanto que la tasa de desempleo se incrementó respecto a junio, ubicándose en 4,2% en agosto.

Las distintas medidas de inflación se han desacelerado (gráfico I.2). En agosto, la inflación interanual, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se redujo en línea con lo esperado, hasta el 2,5% (3,0% en junio). El resultado se explicó especialmente por una caída en los precios de la energía (gasolina, gas y el fueloil) y una moderación en los precios de los alimentos, lo cual fue compensado por el aumento en los costos de vivienda. Así, la inflación núcleo del IPC se situó en 3,2% interanual (3,3% en junio). Por otro lado, la inflación medida por el Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés) fue de 2,2% interanual en agosto, mientras que la inflación núcleo del PCE fue 2,7% interanual.

En este contexto, en la reunión de septiembre del 2024, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED) decidió reducir el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 50 puntos básicos, ubicándolo en 4,75%-5,00% (gráfico I.2). El Comité ha aumentado su confianza en que la inflación se está moviendo de manera sostenible hacia su meta y considera que los riesgos para alcanzar sus objetivos de empleo e inflación están aproximadamente en equilibrio. De esta manera, las expectativas del mercado sugieren más recortes en las reuniones restantes del 2024. Por otra parte, la FED continuó con la reducción de su hoja de balance.

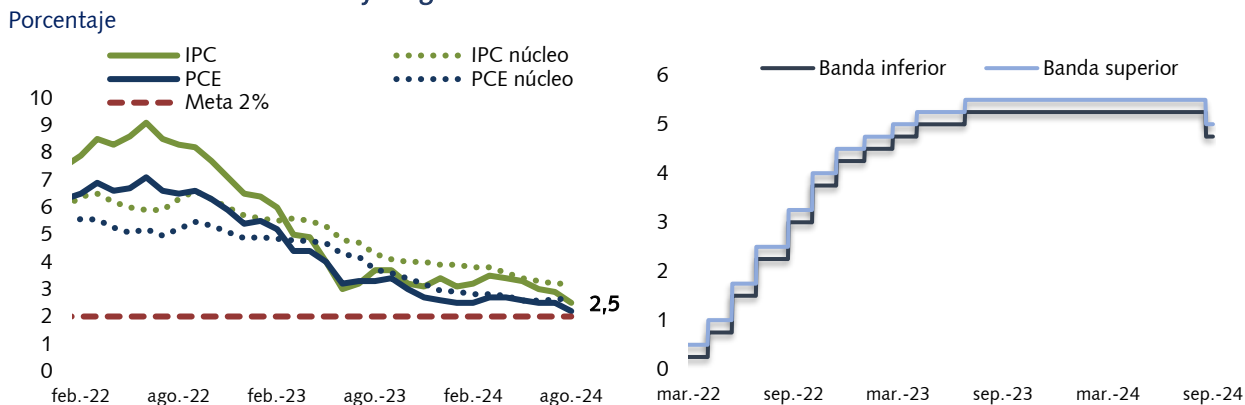
Gráfico I.1. Crecimiento del PIB y creación de puestos de trabajo en Estados Unidos



Fuente: BEA, Bloomberg.



Gráfico I.2 Inflación interanual y rango de tasas de interés de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg.

En los mercados financieros, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años disminuyeron en torno a 60 pb con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.3). Asimismo, el valor del dólar en los mercados internacionales se redujo en 3,5% en el mismo periodo (gráfico I.4). Por su parte, el índice de la bolsa de valores de Estados Unidos S&P 500 ha aumentado con respecto al cierre del trimestre anterior, explicado por la fortaleza de la economía estadounidense. Sin embargo, el tercer trimestre de 2024 estuvo marcado por un aumento en la volatilidad de los mercados financieros globales, especialmente a principios de agosto, debido al inesperado aumento de la tasa de política monetaria del Banco de Japón. Esto, junto con informes que señalaban una moderación del mercado laboral estadounidense, elevó la probabilidad de un mayor recorte de la tasa de la FED. Sin embargo, datos favorables sobre la actividad económica de Estados Unidos publicados posteriormente, sumados a los mensajes de los Bancos Centrales, contribuyeron a la estabilización y recuperación de los mercados (gráfico I.5).

Gráfico I.3. Rendimientos de los bonos de EE. UU.

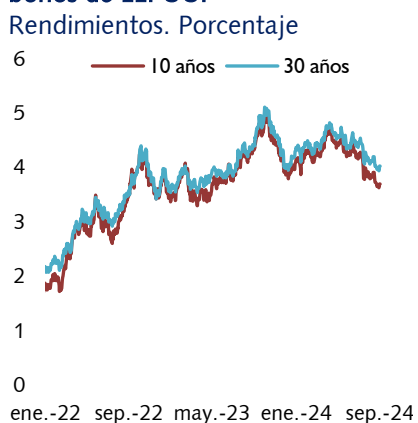


Gráfico I.4. Cotización del DXY. Índice

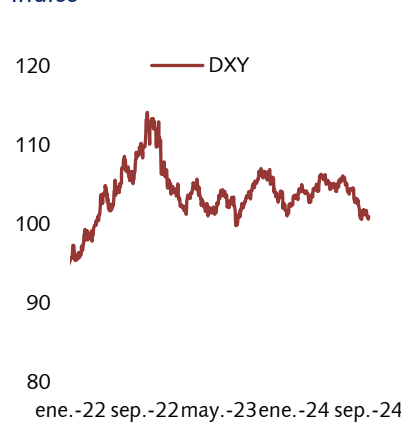
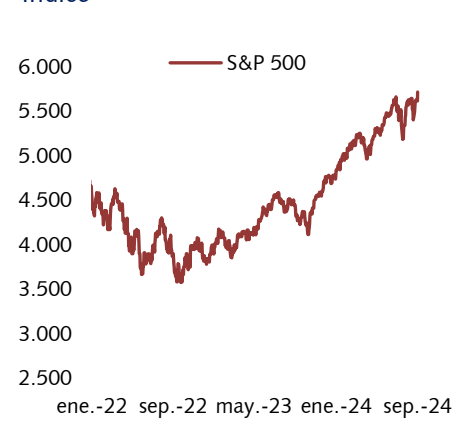


Gráfico I.5. Rendimiento del S&P 500. Índice



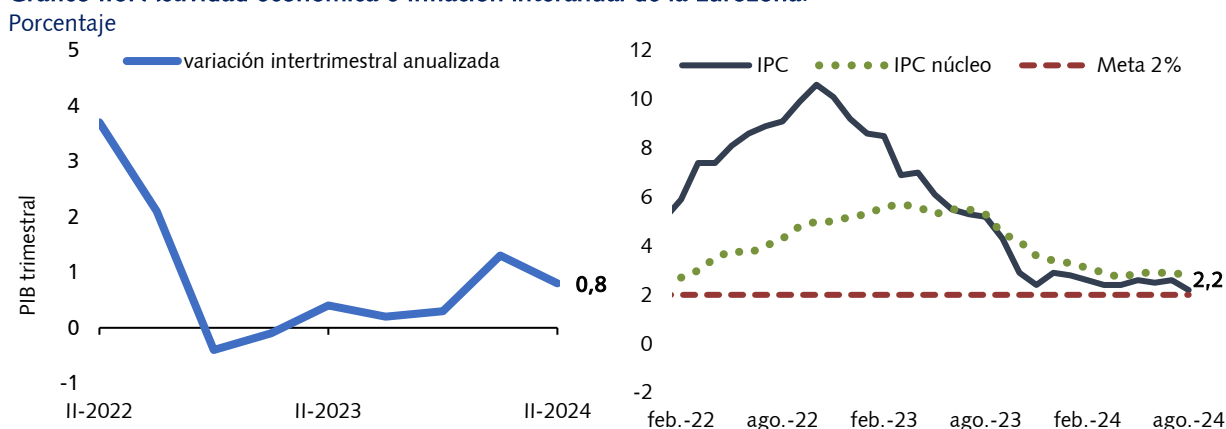
Fuente: Bloomberg.

Eurozona

En la Eurozona, el PIB trimestral anualizado del segundo trimestre de 2024 registró una expansión del 0,8%, inferior al 1,3% del periodo anterior (gráfico I.6). Este comportamiento se encuentra explicado, principalmente, por la contribución positiva del gasto público y las exportaciones, compensando el menor dinamismo observado en los rubros de formación bruta de capital y el consumo de los hogares. Se prevé que el crecimiento del PIB de la Eurozona se sitúe en 0,7% en 2024 y se recupere gradualmente hasta el 1,3% en 2025.

Por otra parte, se observó una reducción de la inflación durante el tercer trimestre de 2024 en comparación con el trimestre anterior. En agosto de 2024, se registró una inflación interanual del 2,2%, inferior al 2,5% registrado en junio de 2024, mientras que la inflación núcleo se situó en 2,8%, tasa levemente inferior a la de junio (2,9%). En este contexto, en la reunión de septiembre de 2024, el Banco Central Europeo (BCE) redujo por segunda vez en el año sus tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, situándolos en 3,65%, 3,90% y 3,50%, respectivamente.

Gráfico I.6. Actividad económica e Inflación interanual de la Eurozona.



Fuente: Bloomberg.

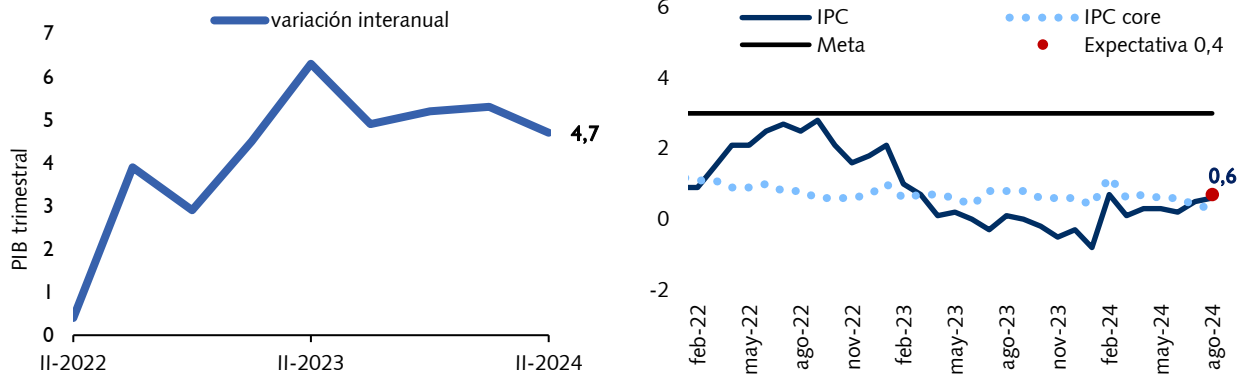
China

En China, el PIB del segundo trimestre de 2024 se expandió en 4,7% interanual (gráfico 1.7), por debajo de las previsiones del mercado, en un contexto de crisis en el sector inmobiliario, una demanda interna débil y fricciones comerciales. Además, los indicadores económicos de corto plazo presentaron señales de menor dinamismo en cuanto a ventas minoristas y crecimiento de la producción industrial. Esto ha contribuido a la revisión a la baja de la proyección de crecimiento para el año 2024, de 4,9% a 4,8%. En cuanto a los precios, la inflación interanual se ha incrementado de 0,3% en mayo a 0,6% en agosto, aunque sigue siendo baja, debido a la debilidad de la demanda. De esta manera, el Banco Popular de China (BPC) tomó la decisión de reducir sus tasas referenciales a un año (3,35%) y a cinco años (3,85%) en el mes de julio. Además, el gobierno anunció recientemente nuevas medidas de estímulo para reactivar la economía.



Gráfico I.7. Actividad económica e Inflación interanual de China.

Porcentaje



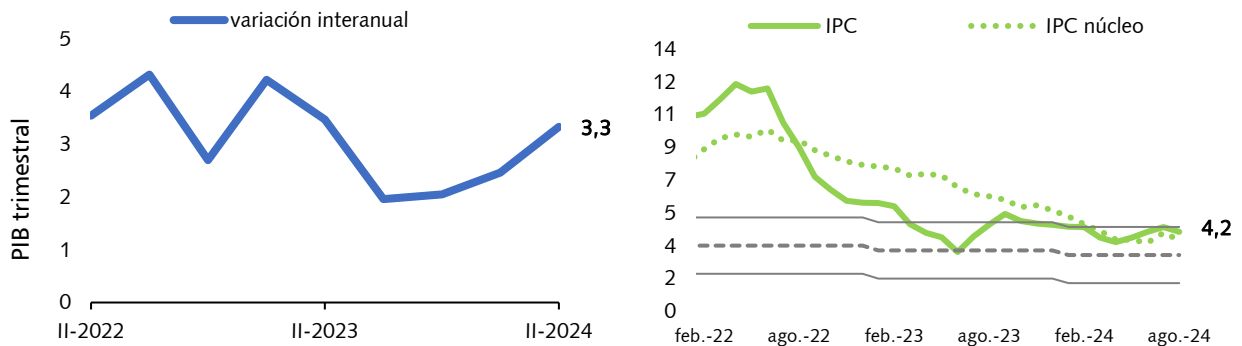
Fuente: Bloomberg.

Brasil

En Brasil, el crecimiento interanual del PIB fue 3,3% en el segundo trimestre, por encima de las expectativas del mercado. Como en el primer trimestre, el consumo privado y las inversiones mostraron un mejor desempeño al esperado y el impacto de las inundaciones en Rio Grande do Sul fue menor al estimado anteriormente. Por el lado de la oferta, se destacó el mayor dinamismo del sector de servicios, estimulado por un elevado nivel de transferencias gubernamentales, que impulsaron el gasto de consumo de los hogares y la producción del sector industrial (gráfico I.8). Como resultado, las proyecciones de crecimiento para el 2024 fueron revisadas al alza, de 2,0% a 2,8%, y se espera una tasa del 2,0% en 2025. En cuanto a los precios, la inflación total interanual se desaceleró en agosto a 4,2%, luego de registrar una trayectoria al alza desde abril, y la inflación núcleo se estabilizó en torno al 3,8%, superior a la meta del 3% (gráfico I.8). Las expectativas de inflación para 2024 y 2025 se encuentran desancladas y se han incrementado en los últimos meses, a 4,4% y 4%, respectivamente.

Gráfico I.8. Actividad económica e Inflación interanual de Brasil.

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) mencionó que el escenario actual se encuentra marcado por la resiliencia de la actividad, presiones en el mercado laboral y proyecciones de inflación crecientes, lo cual exige una política monetaria más restrictiva. De esta manera, el Copom incrementó en 25 pb la tasa Selic en la reunión de septiembre, ubicándola en 10,75%. El Comité también afirmó que, en tanto no se consolide el proceso desinflacionario y el anclaje de las expectativas en torno a sus objetivos, la política monetaria debe seguir siendo contractiva.



Argentina

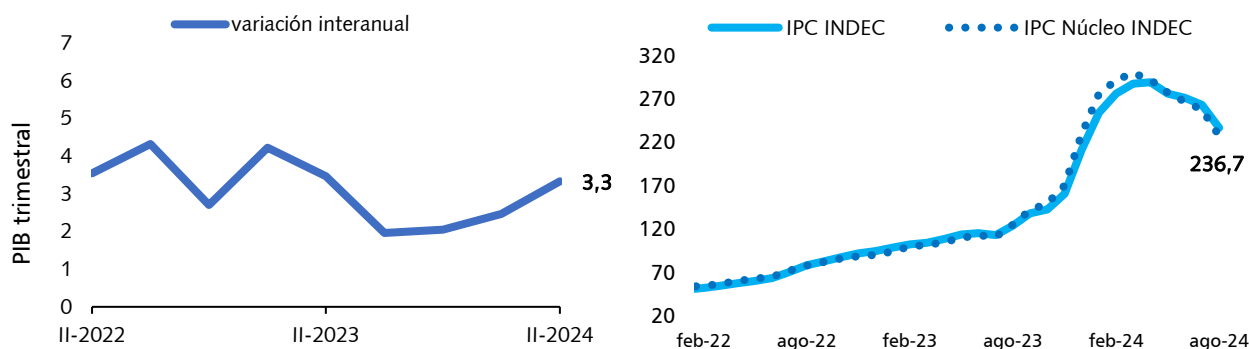
En el segundo trimestre de 2024, el PIB cayó 1,7% interanual, por encima de lo esperado (-1,4%) (gráfico I.9). Los sectores que más incidieron en la contracción fueron la construcción, la industria manufacturera y el comercio. En este contexto, las proyecciones de crecimiento para 2024 se redujeron de -3,6% a -3,8%. Además, esta revisión refleja, en parte, la expectativa de que el programa de estabilización económica continúe afectando negativamente a la actividad económica en el corto plazo. No obstante, para el 2025 se pronostica un crecimiento de 3,0% (ver tabla I.1).

La inflación siguió desacelerándose en el tercer trimestre, situándose en 4,2% mensual en agosto. En términos interanuales, el aumento de los precios alcanzó 236,7% (gráfico I.9), por debajo de la tasa observada en el trimestre anterior (271,5% en junio). Desde el último informe, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha mantenido la tasa de interés de los pasivos pasivos en 40,0% desde mayo, sin embargo, anunció una serie de medidas para eliminar las distintas fuentes de emisión monetaria y disminuir la carga de pasivos en su hoja balance. Al respecto, la banca matriz ha suspendido la operatoria de sus pasivos remunerados (Pases Pasivos), reemplazándolos por la emisión de Letras Fiscales de Liquidez (LeFi) a cargo del Ministerio de Economía de Argentina.

Por otra parte, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo disminuyó en comparación al cierre del trimestre anterior. La apreciación del peso argentino en el mercado paralelo se debió principalmente al "efecto blanqueo", un régimen especial de la Administración Federal de Ingresos Públicos que permitió al sector privado declarar activos previamente no declarados, lo que incrementó la oferta de divisas en el mercado cambiario. Además, las ventas de divisas por el BCRA también contribuyeron a esta caída. En este contexto, la acumulación de reservas internacionales se ha estabilizado en los últimos meses.

Gráfico I.9. Actividad económica e Inflación interanual de Argentina.

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Otras economías de la región

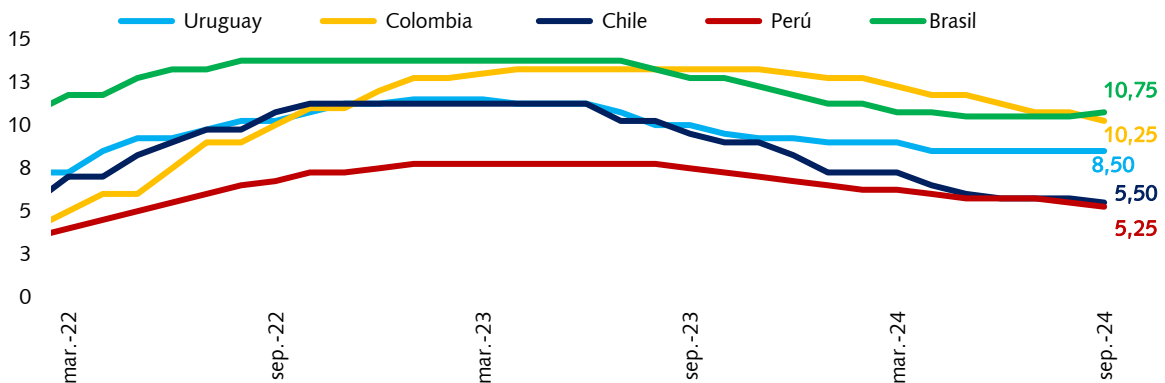
El Banco Central de Reserva del Perú redujo su tasa de política monetaria (TPM) en 25 pb en sus reuniones de agosto y septiembre, situándola en 5,25%. En Uruguay, la TPM se mantuvo sin cambios en el tercer trimestre del año, en 8,50%. El Banco Central de Chile continuó con el proceso de flexibilización monetaria en septiembre, luego de una pausa desde junio, reduciendo su tasa de interés en 25 pb para situarla en 5,50%. Por su parte, el Banco de la República de Colombia redujo



la tasa de política en 100 pb desde el último IPoM, ubicándola en 10,25% a finales de septiembre (gráfico I.10).

Gráfico I.10. Tasas de Política Monetaria en economías de la región con metas de inflación.

Porcentaje



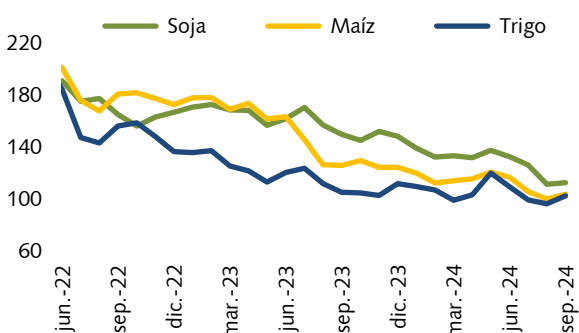
Fuente: Bloomberg.

Materias primas

Los precios internacionales de los *commodities* agrícolas exhibieron reducciones desde el informe anterior (gráfico I.11). A septiembre de 2024, las cotizaciones promedio de la soja, el maíz y el trigo descendieron 15,2%, 11,1% y 6,4%, respectivamente, con relación a lo verificado en junio de 2024. El descenso en los precios internacionales de los *commodities* agrícolas puede atribuirse principalmente al elevado nivel de existencias, respaldado por condiciones meteorológicas favorables, la recuperación de la capacidad de exportación de cereales a través del Mar Negro y la débil demanda global.

Gráfico I.11. Precios de *commodities*

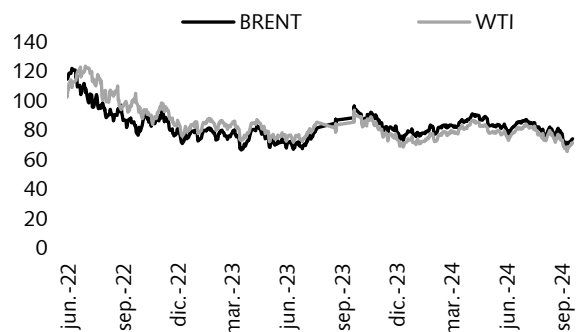
Índice febrero 2020=100



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12. Precios del petróleo

Dólares por barril



En cuanto a los precios internacionales del petróleo, tanto el Brent como el WTI, registraron reducciones en su cotización con respecto al IPoM anterior. El comportamiento se explica principalmente por la debilidad de la demanda en China y el fuerte crecimiento de la oferta en los países no-OPEP. Sin embargo, la mayor incertidumbre en torno a los conflictos geopolíticos generó ciertas presiones alcistas en los precios que limitaron la reducción. A septiembre, los precios del petróleo Brent y WTI disminuyeron alrededor de 11% comparados con junio del presente año (gráfico I.12).



II. Mercados Financieros

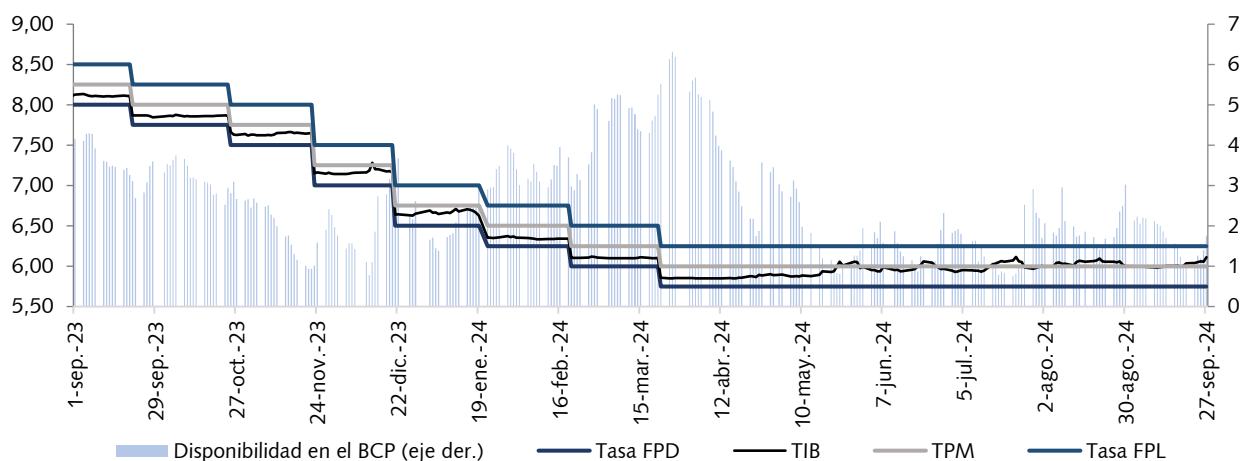
Política Monetaria

Durante el tercer trimestre de 2024, el Comité de Política Monetaria (CPM) mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6,00%. De esta manera, las tasas de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) se mantuvieron en 5,75% y 6,25% anual, respectivamente.

La Tasa de Interés Interbancaria (TIB) se ubicó en torno a la TPM durante el tercer trimestre del año (gráfico II.1), en línea con la disminución de la liquidez (disponibilidad del sistema financiero en el BCP) en el mercado de dinero al comparar con el trimestre anterior.

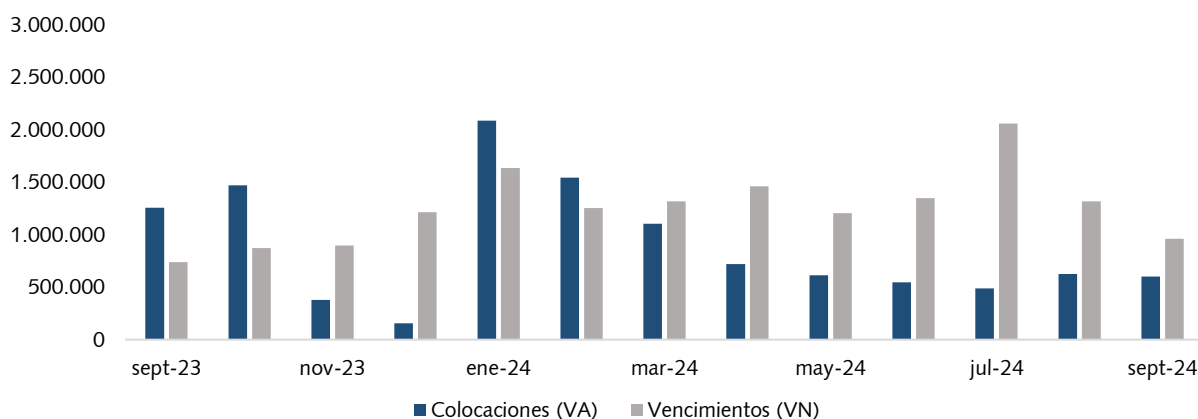
En cuanto a las subastas de Letras de Regulación Monetaria (LRM), durante el tercer trimestre del año se han registrado mayores vencimientos respecto a las nuevas colocaciones, compensando en parte la reducción de la liquidez en este periodo (gráfico II.2).

Gráfico II.1. TPM, TIB, Facilidades y Disponibilidades en el BCP
Porcentaje, billones de guaraníes



Fuente: Banco Central del Paraguay.

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



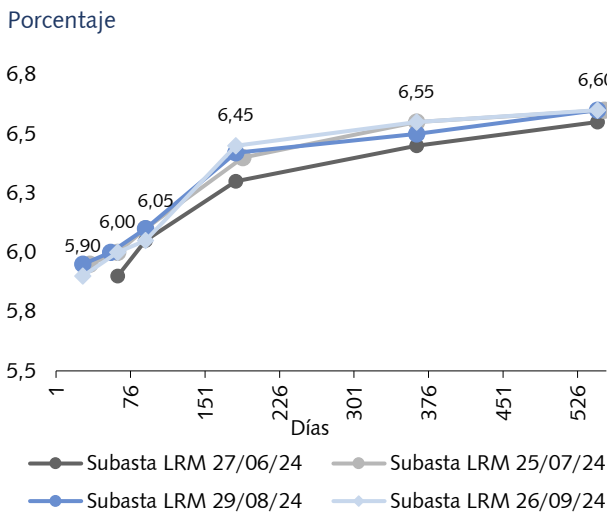
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Las curvas de rendimiento de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) de las últimas subastas se ubicaron, por encima de lo que se había observado a junio de 2024. Este comportamiento podría



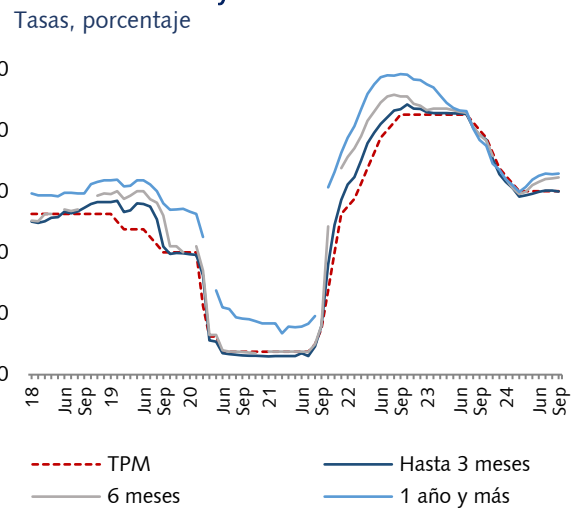
explicarse por la menor disponibilidad de liquidez en el mercado de dinero en el tercer trimestre del año (gráficos II.3 y II.4).

Gráfico II.3. Curvas de rendimiento de LRM



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.4. TPM y tasas de interés de LRM



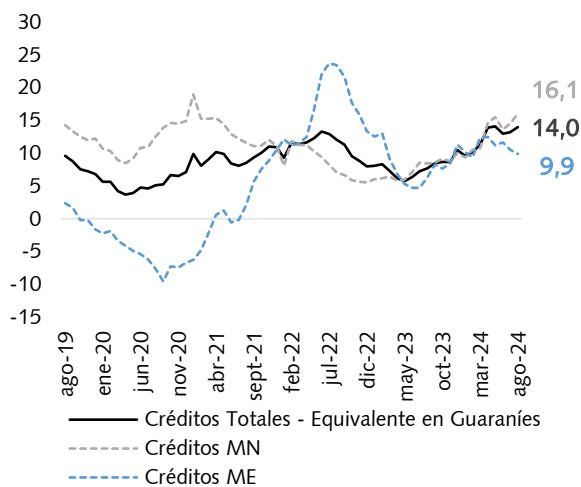
Condiciones Financieras

Desde el último IPoM, el crédito total al sector privado otorgado por bancos y compañías financieras ha mantenido su buen dinamismo, exhibiendo una variación interanual de 14,0% (sin efecto cambiario) al cierre de agosto de 2024 (gráfico II.5). Este crecimiento se explica principalmente por la fuerte expansión del crédito en moneda nacional, el cual presentó un crecimiento interanual de 16,1% en agosto (15,5% en mayo), impulsado por los créditos al consumo, la industria, comercio al por mayor y vivienda. A su vez, el crédito en moneda extranjera ha registrado un desempeño favorable, creciendo a una tasa interanual de 9,9% en agosto de 2024 (11,2% en mayo de 2024). La evolución positiva del crédito destinado a la agricultura, los servicios y la industria explican el crecimiento del crédito en dólares.

Por otro lado, los depósitos totales del sector privado en bancos y compañías financieras siguen mostrando un buen desempeño, registrando una variación interanual de 9,7% en agosto de 2024 (9,6% en mayo de 2024). El mayor dinamismo en el margen se explica por el desempeño positivo observado en los últimos meses en los depósitos en la forma de Certificado de Depósito de Ahorro (CDA) (gráfico II.6).

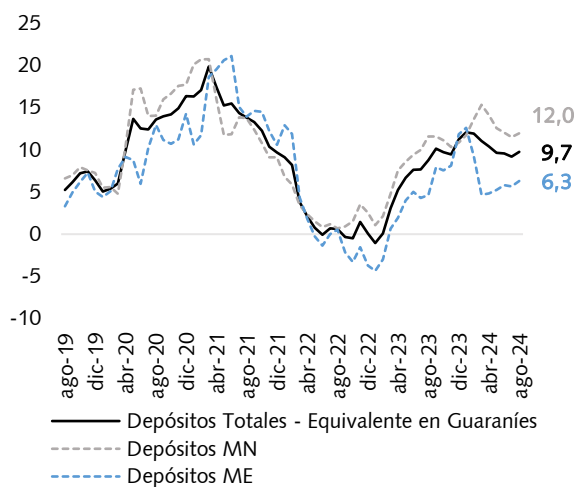


Gráfico II.5. Variación interanual de los créditos
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

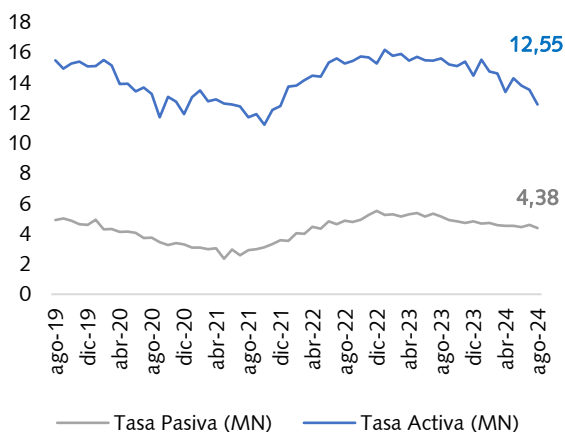
Gráfico II.6. Variación interanual de los depósitos
Porcentaje



En cuanto a las tasas de interés del sistema bancario, la tasa de interés activa en moneda nacional ha registrado una reducción desde el último informe, posicionándose en 12,55% en el mes de agosto (14,29% en mayo) (gráfico II.7). De manera similar, el promedio ponderado de las tasas pasivas bancarias en moneda nacional ha registrado un leve descenso, alcanzando una tasa de 4,38% al cierre de agosto (4,52% en mayo de 2024).

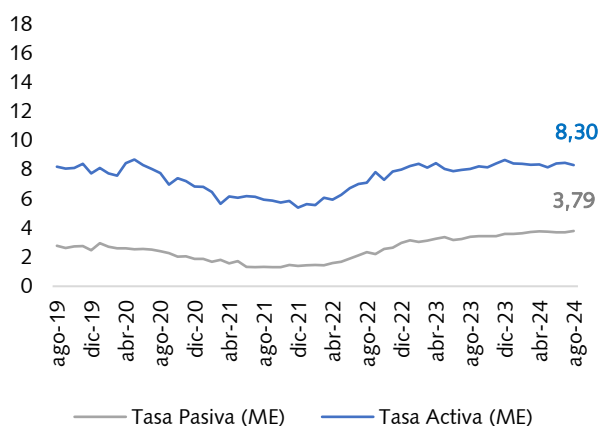
En moneda extranjera, el promedio ponderado de las tasas de interés activas mostró un ligero incremento respecto al IPoM anterior, situándose en 8,30% en agosto de 2024 (8,15% en mayo de 2024). Por otro lado, el promedio ponderado de las tasas pasivas en moneda extranjera se mantuvo sin variaciones significativas, ubicándose en 3,79% en agosto de 2024 (3,74% en mayo de 2024) (gráfico II.8).

Gráfico II.7. Tasas de interés activas y pasivas
En moneda nacional. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.8. Tasas de interés activas y pasivas
En moneda extranjera. Porcentaje

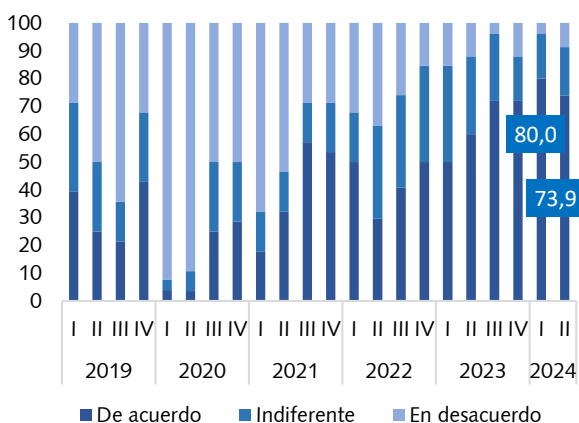


Respecto a las perspectivas para el mercado de crédito, los resultados de la encuesta de Situación General del Crédito (SGC) del segundo trimestre del año en curso indicaron que las mismas se mantuvieron favorables. Así, según los resultados mencionados, el 73,9% de los encuestados mencionaron estar de acuerdo en que la coyuntura económica era propicia para otorgar préstamos en



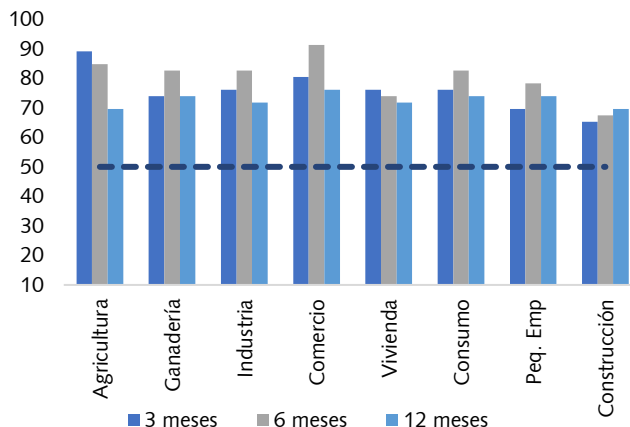
dicho periodo, resultado superior al reportado en el mismo trimestre del año previo (60%). Por su parte, los índices de difusión de las expectativas de crédito para todos los sectores se mantuvieron en zona de optimismo para los próximos 3, 6 y 12 meses (gráficos II. 9 y II.10).

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

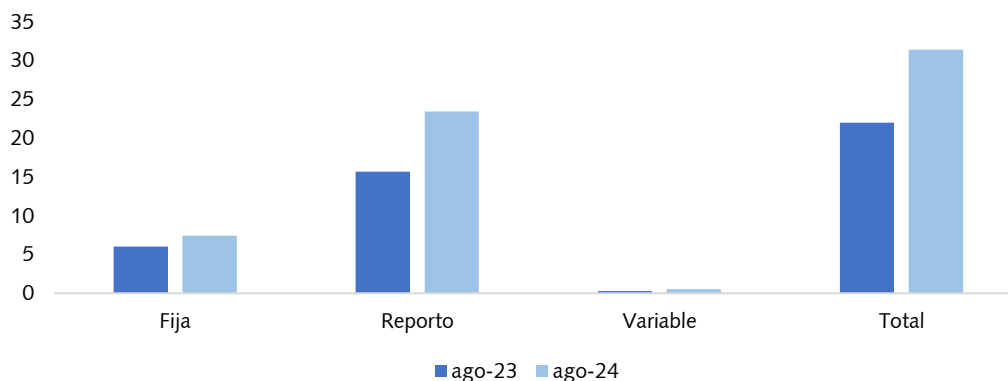


Mercado Bursátil

En cuanto al mercado bursátil de Paraguay, el volumen negociado acumulado al mes de agosto de 2024 fue de 31,4 billones de guaraníes (USD 4.244 millones), equivalente al 9,4% del PIB, y significó un incremento del 42,6% con relación al volumen negociado acumulado durante el mismo periodo en el año 2023.

Analizando la participación por tipo de instrumento, las operaciones de reporto representaron la mayor parte de dichas negociaciones (74,6% del total), mientras que los instrumentos de renta fija (bonos) representaron el 23,7% y las operaciones con instrumentos de renta variable el 1,7% del total negociado al mes de agosto. El mercado secundario ha sido el de mayor participación en las operaciones realizadas (90,2%) (gráfico II.11).

Gráfico II.11. Volumen negociado
Billones de guaraníes



Fuente: Bolsa de Valores de Asunción (BVA).

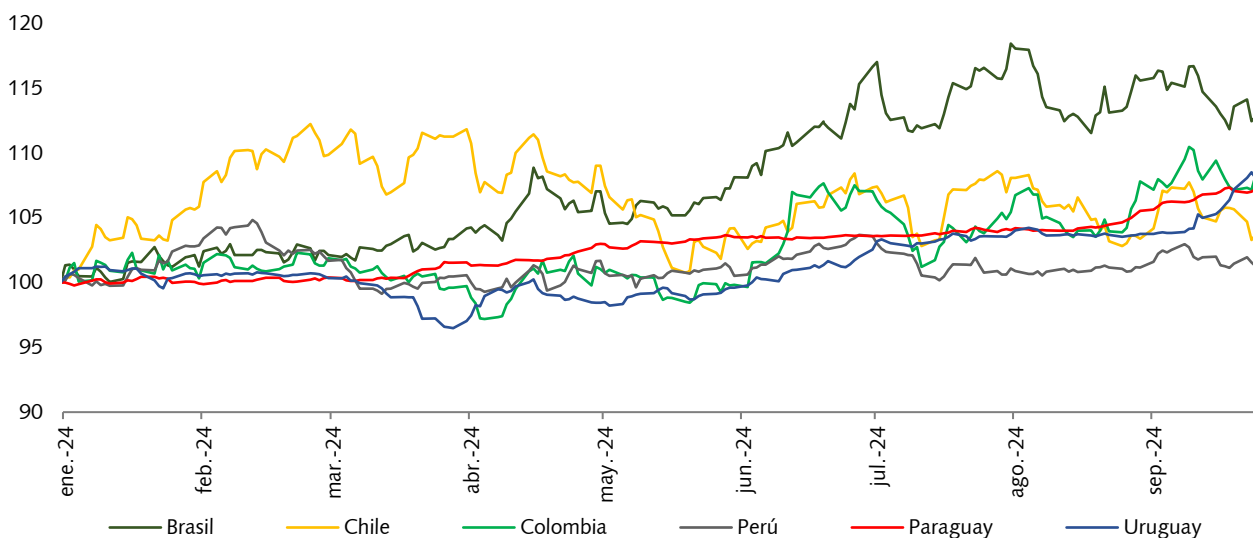


Tipo de Cambio

Al cierre del tercer trimestre del año 2024, se verificaron comportamientos mixtos en las monedas de la región. Por un lado, se registró una depreciación nominal frente al dólar estadounidense, respecto al cierre del trimestre previo, del peso colombiano (1,3%), el guaraní (3,4%) y el peso uruguayo (5,0%). Por otro lado, el real brasileño, el peso chileno y el sol peruano se apreciaron en 2,6%, 4,5% y 3,6%, respectivamente, en el mismo periodo (gráfico II.12).

Gráfico II.12. Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice (dic-2023=100)

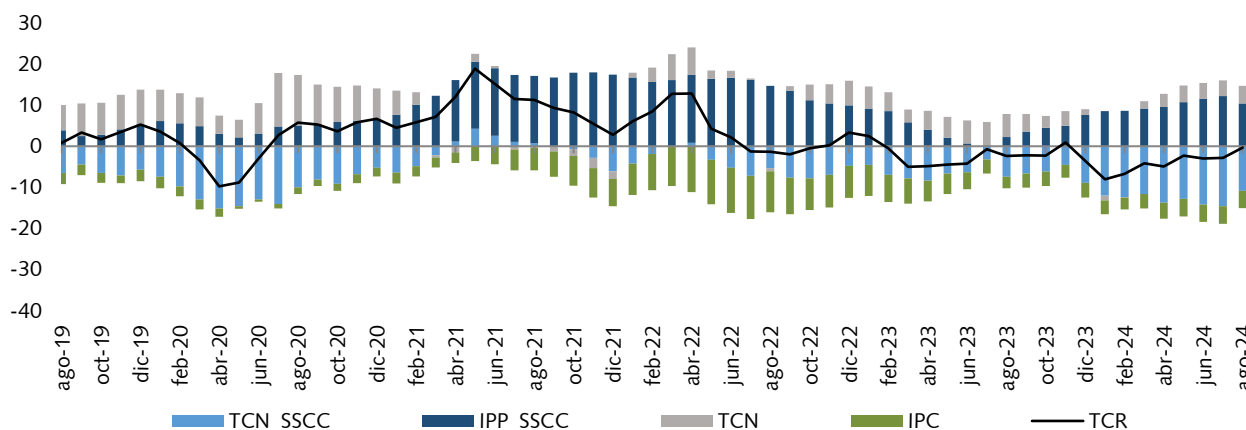


Fuente: Bloomberg.

En términos reales, el tipo de cambio de Paraguay respecto a sus principales socios comerciales registró, en agosto de 2024, una apreciación de 0,37% en términos interanuales. De esta manera, a pesar de la depreciación observada del guaraní en términos nominales, el tipo de cambio real multilateral continuó mostrando una apreciación en el mismo periodo. Este resultado se debe, principalmente, a que la depreciación nominal de las monedas de los socios comerciales respecto al dólar fue mayor que la depreciación nominal del guaraní, particularmente del real brasileño y del peso chileno (gráfico II.13).

Gráfico II.13. Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual e incidencias (porcentaje)



Fuente: Banco Central del Paraguay



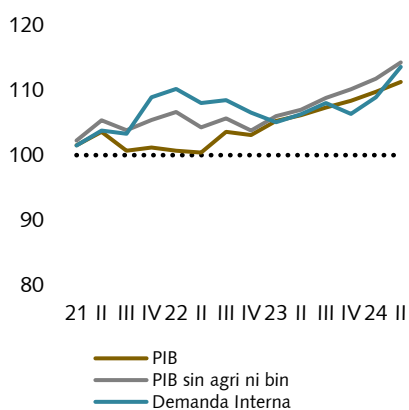
III. Escenario Doméstico

Actividad y demanda

En el segundo trimestre de 2024, el PIB desestacionalizado registró un incremento de 1,4% con relación al trimestre anterior, explicado principalmente por las mejoras observadas en la construcción, las manufacturas, los servicios y la ganadería. El PIB sin agricultura ni binacionales, por su parte, mostró un incremento de 2,2% en términos intertrimestrales (gráficos III.1 y III.2).

Por el lado del gasto, la demanda interna exhibió una variación intertrimestral positiva de 4,3%, en línea con el aumento registrado en el consumo del gobierno, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado. Asimismo, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios verificaron mejoras en el margen (gráfico III.3).

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

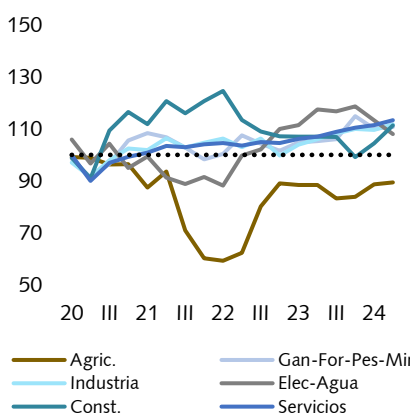
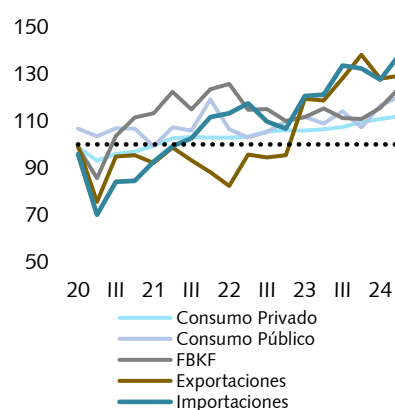


Gráfico III.3. PIB desestacionalizado (lado del gasto).
Índice 2019Q4=100



En términos interanuales, el PIB en el segundo trimestre registró un incremento de 4,8%, resultando en un crecimiento acumulado de 4,6% al cierre del primer semestre de 2024. En el comportamiento interanual incidieron los desempeños positivos registrados en servicios, manufacturas, construcción, ganadería y, en menor medida, agricultura. Sin embargo, el resultado negativo de la generación de energía eléctrica atenuó el desempeño favorable de la actividad económica (gráfico III.4). En cuanto al PIB sin agricultura ni binacionales, este mostró un aumento del 6,9% en términos interanuales, acumulando un crecimiento de 6,2% al cierre del primer semestre de 2024.

El sector agrícola presentó un aumento interanual de 1,0% en el segundo trimestre de 2024 (tabla III.1), acumulando un leve crecimiento de 0,6% al cierre del primer semestre de 2024. Este crecimiento interanual fue explicado por los mayores niveles de producción estimados para soja, trigo, arroz, caña de azúcar, algodón, poroto, canola y yerba mate. No obstante, la producción de maíz mostró una retracción.

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

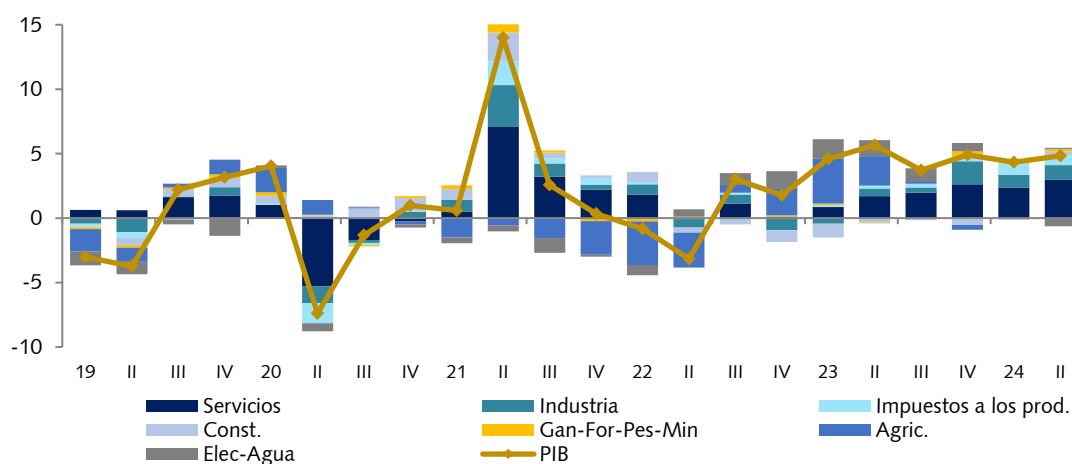
Variación interanual, porcentaje

Sectores	2022				2023				2024	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Agricultura	-32,3	-33,6	13,5	48,4	48,7	41,5	4,1	-5,8	0,3	1,0
Ganadería, For., Pes. y Min.	-7,7	2,3	0,2	3,6	4,1	-1,4	0,7	13,8	4,7	5,4
Industria	4,2	-3,2	3,6	-4,6	-2,1	3,1	1,9	9,6	5,4	5,8
Elect. y agua	-10,8	9,8	16,0	20,2	22,8	19,5	15,4	8,3	0,8	-8,6
Construcción	11,5	-5,1	-6,1	-12,2	-13,8	-4,8	-2,2	-8,5	-2,2	4,7
Servicios	4,0	-0,2	2,2	0,2	1,8	3,4	3,9	5,2	5,0	6,2
Imp. a los productos	2,4	0,6	1,8	-0,4	2,1	2,7	3,5	4,7	12,3	10,5
PIB Total	-0,8	-3,2	3,0	1,8	4,6	5,6	3,7	4,9	4,3	4,8
PIB sin Agric. y sin Bin.	4,5	-1,1	1,8	-1,7	-0,5	2,6	3,0	5,8	5,5	6,9

Fuente: Banco Central del Paraguay.

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

Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería verificó un incremento interanual de 5,4% con respecto al mismo trimestre de 2023, acumulando así un crecimiento de 5,1% en el primer semestre de 2024. La ganadería verificó una dinámica interanual favorable, explicada por el mayor nivel de faenamiento de bovinos, aves, cerdos y, en menor medida, por la mayor producción de leche cruda y huevos. Asimismo, las actividades forestal, pesca y minería mostraron resultados positivos en el segundo trimestre de 2024.

La actividad manufacturera verificó un crecimiento interanual de 5,8% con respecto al mismo trimestre de 2023, mientras que la variación acumulada fue 5,6%. Las actividades que incidieron positivamente en el resultado interanual fueron la producción de carnes, lácteos, molinerías y panaderías, bebidas y tabacos, textiles y prendas de vestir, cueros y calzados, químicos, madera, maquinarias y equipos, productos metálicos y fabricación de minerales no metálicos. No obstante, este resultado fue atenuado por las variaciones negativas registradas en la producción de aceite, azúcar, papel y productos de papel y metales comunes.

El sector de la construcción verificó un aumento interanual de 4,7% en el segundo trimestre de 2024, acumulando un crecimiento de 1,2% al cierre del primer semestre de 2024. El comportamiento del

trimestre estuvo influenciado por el mayor ritmo de ejecución de obras tanto privadas como públicas. En ese sentido, se ha observado una recuperación en la demanda de los principales insumos empleados por el sector, sobre todo de los producidos localmente.

Por su parte, el sector servicios registró un aumento interanual de 6,2%, acumulando así un crecimiento de 5,6% al cierre del primer semestre de 2024. En el comportamiento interanual, se registraron desempeños positivos en el sector comercio, los servicios de intermediación financiera, servicios a las empresas (que incluyen agencias de turismo, consultorías, publicidad y otras actividades auxiliares a las empresas), restaurantes y hoteles, servicios de transporte, servicios a los hogares (que incluyen salud, educación y esparcimiento) y servicios gubernamentales. Sin embargo, mostraron resultados negativos las telecomunicaciones y los servicios de información.

En contrapartida, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) verificó una retracción interanual de 8,6% en el segundo trimestre de 2024. De forma acumulada, en el primer semestre de 2024 registró una caída de 3,7%. En tal sentido, la generación de energía eléctrica de las binacionales volvió a mostrar una caída interanual en el segundo trimestre de 2024, explicada fundamentalmente por el menor caudal hídrico del Río Paraná con relación a igual periodo del año anterior. No obstante, la distribución de energía eléctrica continuó verificando un dinamismo interanual favorable que atenuó esta reducción del sector.

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

Variación interanual, porcentaje

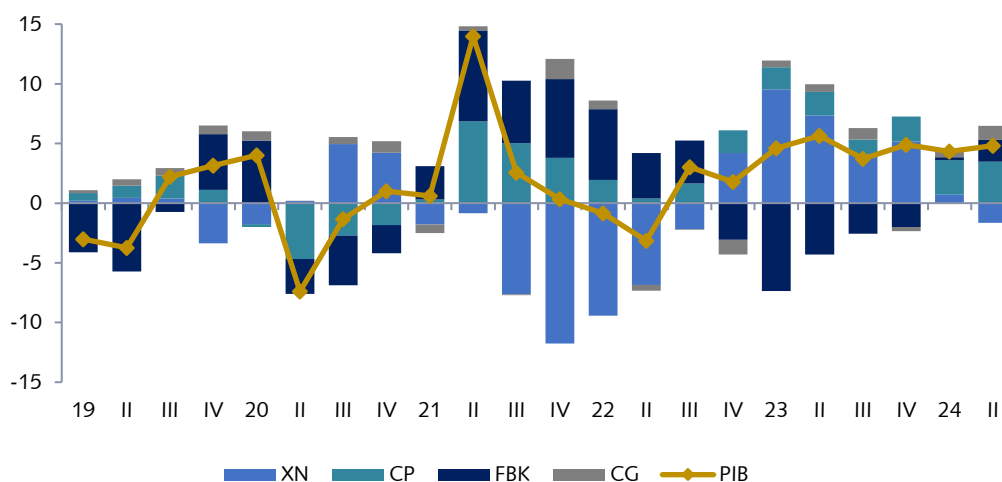
Componentes	2022				2023				2024	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna	8,7	3,9	5,1	-2,2	-4,6	-1,6	-0,3	-0,3	3,7	6,8
Consumo total	3,9	-0,2	2,0	0,8	3,3	3,4	2,8	2,1	4,7	6,1
Consumo privado	3,3	0,6	2,4	2,8	3,0	3,0	1,9	3,1	4,8	5,3
Consumo público	7,3	-4,4	-0,5	-7,7	5,3	5,7	8,3	-2,4	4,4	10,4
FBK	20,2	19,3	16,7	-11,1	-20,7	-17,8	-10,5	-8,3	0,9	9,6
FBKF	10,8	-4,7	-0,1	-12,0	-11,3	1,9	-3,4	-0,2	3,5	8,6
Exportaciones	-11,1	-2,7	1,7	7,8	44,3	24,3	36,0	44,4	7,5	8,6
Importaciones	22,0	18,9	7,4	-5,0	6,2	3,6	22,2	23,2	5,8	14,1
PIB Total	-0,8	-3,2	3,0	1,8	4,6	5,6	3,7	4,9	4,3	4,8

Fuente: Banco Central del Paraguay

Desde la perspectiva del gasto, en el segundo trimestre de 2024 se observó un aumento de la demanda interna, registrando un crecimiento interanual de 6,8%. Por componentes, se destacó el consumo total, con un incremento interanual de 6,1%. Asimismo, la formación bruta de capital mostró una variación importante (9,6% interanual), impulsada por la expansión de la formación bruta de capital fijo (FBKF).



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

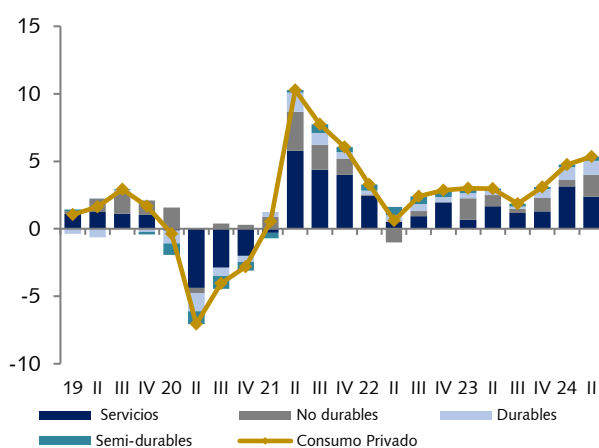


Fuente: Banco Central del Paraguay

El consumo privado registró un crecimiento interanual de 5,3%, impulsado por la dinámica positiva de los servicios (consumo de electricidad y agua, servicios a los hogares, servicios inmobiliarios, telecomunicaciones y servicios de información, restaurantes y hoteles y transportes), los bienes no durables (alimentos, bebidas, productos químico-farmacéuticos y combustibles), los bienes durables (electrodomésticos y electrónica, vehículos automotores y muebles para el hogar) y, en menor medida, los bienes semi-durables (textiles y prendas de vestir, productos de papel, cueros y calzados). Al cierre del primer semestre de 2024, el consumo privado verificó un incremento de 5,1%.

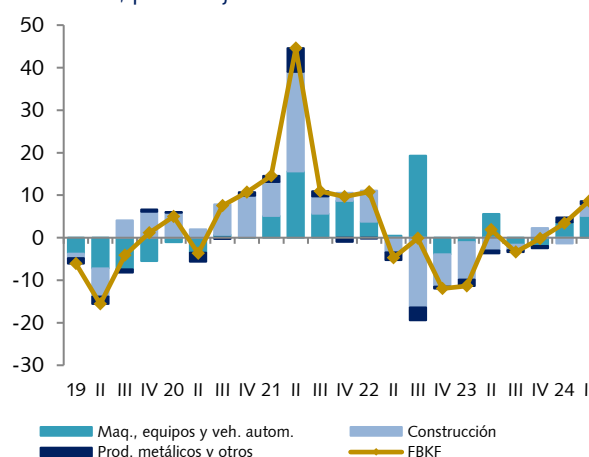
Por su parte, el consumo de gobierno mostró un aumento interanual de 10,4%, explicado por el componente de remuneraciones y la mayor adquisición de bienes y servicios. Con este resultado, acumula un crecimiento de 7,4% al cierre del primer semestre de 2024.

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 crecimiento interanual de 8,6% (tasa acumulada de 6,1%), explicado principalmente por los incrementos registrados en las inversiones en maquinarias y equipos y en construcción (gráfico III.7).



Las exportaciones registraron un incremento interanual de 8,6%, explicado por las exportaciones de bienes, destacándose las exportaciones de soja, trigo, maíz, productos de molinería y panadería, textiles y prendas de vestir. Sin embargo, mostraron desempeños negativos las exportaciones de energía eléctrica y de carne bovina. En las exportaciones de servicios, se destacaron los servicios de transporte y servicios de hoteles y restaurantes, mientras que se redujeron las exportaciones de servicios de transformación maquila (gráfico III.8). La incidencia de las exportaciones de bienes fue de 7,7 p.p. y la de los servicios fue de 0,9 p.p. Al cierre del primer semestre de 2024, las exportaciones de bienes y servicios registraron una tasa acumulada de 8,1%.

A su vez, las importaciones de bienes y servicios presentaron un incremento interanual de 14,1% en valores constantes, explicado principalmente por los aumentos en las importaciones de combustibles y lubricantes, productos químico-farmacéuticos y maquinarias y equipos (especialmente para uso interno). En cuanto a los servicios, se registraron aumentos en las importaciones de transportes, mientras que se redujeron las importaciones de servicios de hoteles y restaurantes (gráfico III.9). La incidencia de las importaciones de bienes fue 15,0 p.p., mientras que la de los servicios fue -0,9 p.p. Al cierre del primer semestre de 2024, las importaciones registraron una tasa acumulada de 9,9%.

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

Incidencias, porcentaje

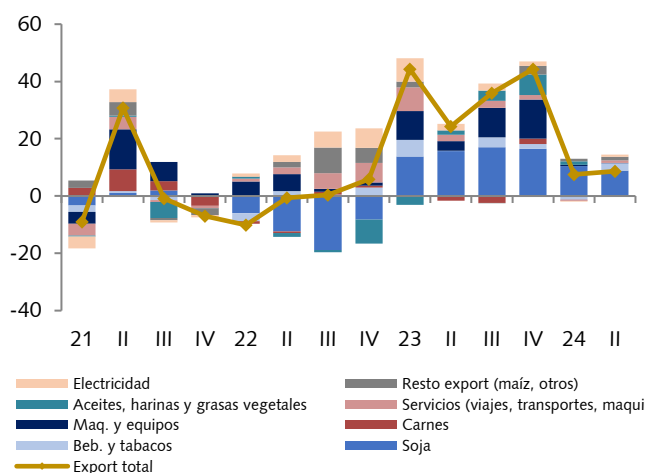
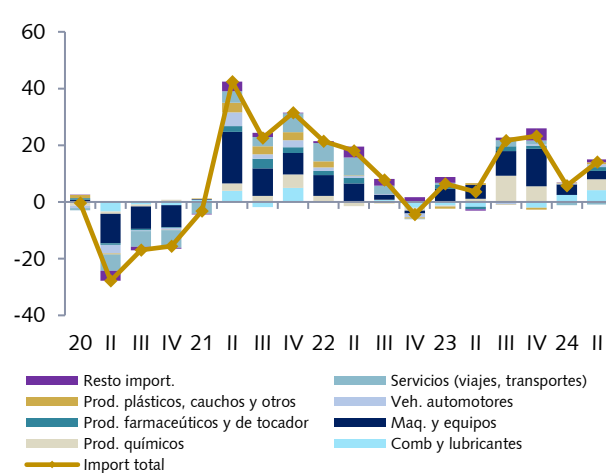


Gráfico III.9. Componentes de las importaciones de bienes y servicios

Incidencias, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha contribuido al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2024, incidiendo positivamente en 6,5 p.p., destacándose el consumo total con 4,6 p.p., en tanto que la formación bruta de capital tuvo una incidencia positiva de 1,8 p.p. En contrapartida, las exportaciones netas mostraron una incidencia negativa de 1,6 p.p. en el segundo trimestre de 2024.

Conforme a los indicadores adelantados de la actividad económica, el PIB del tercer trimestre de 2024 mostraría nuevamente una dinámica interanual positiva, impulsada principalmente por mejores desempeños de la ganadería, los servicios y los impuestos a los productos.

Inflación

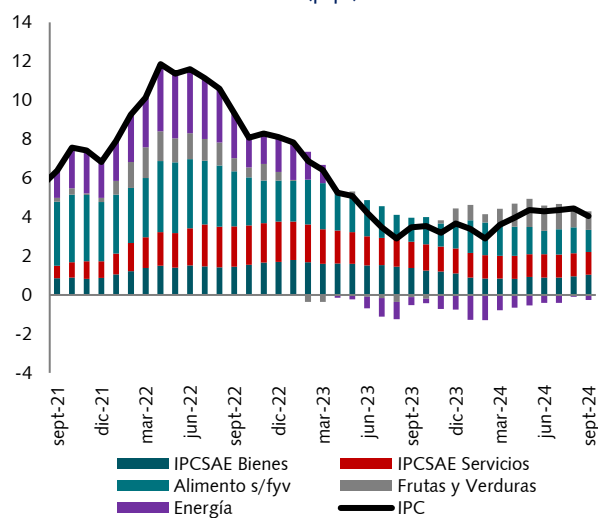
La inflación total y las medidas de tendencia han seguido evolucionando favorablemente desde el último IPoM, al tiempo que las expectativas de los agentes económicos se han mantenido alineadas a la meta de mediano plazo.

En el tercer trimestre, el promedio de la inflación interanual fue 4,2%, similar al promedio observado en el segundo trimestre (gráfico III.10). En términos mensuales, la tasa promedio se redujo de 0,3% a 0,0%, reflejando principalmente la reversión de los aumentos de precios de los componentes volátiles de la canasta del IPC a partir de junio. La variación mensual promedio de la inflación subyacente (que excluye a las frutas y verduras) aumentó levemente de 0,2% a 0,3% en el mismo periodo.

La inflación interanual de alimentos se desaceleró de 9,4% en el segundo trimestre a 8,3% en el tercer trimestre, explicado por la moderación de la variación interanual de los precios de las hortalizas, así como por una menor tasa interanual de los precios de los otros alimentos, que se redujo de 5,6% a 5,1%. Por su parte, los otros bienes registraron una inflación algo más elevada en el tercer trimestre, debido al efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre algunos productos, sobre todo los bienes durables de origen importado. Por otro lado, la inflación interanual de los servicios se mantuvo en niveles bajos (3,2% en promedio) (Tabla III.3).

Gráfico III.10. Inflación total (IPC) e IPCSAE

Tasa interanual e incidencias (p.p.)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla III.3. Indicadores de inflación

Tasas interanuales. Porcentaje

Inflación	4° T 2023	1° T 2024	2° T 2024	3° T 2024
Alimentos	5,5	8,3	9,4	8,3
Frutas y Verduras	5,6	15,9	32,2	30,2
Hortalizas y Legumbres	11,4	17,6	39,3	30,1
Frutas	-7,3	10,3	10,3	24,3
Alimentos sin frutas y verduras	5,5	7,0	5,6	5,1
Bienes	3,0	3,3	4,9	5,0
Servicios	4,4	3,3	3,3	3,2
Rentas	2,3	1,9	1,7	1,3
IPC	3,5	3,3	4,2	4,2

Los indicadores de tendencia de la inflación han presentado un comportamiento estable, con tasas interanuales similares a las registradas en el segundo trimestre de 2024 (gráfico III.11). La inflación núcleo promedió una tasa interanual de 3,2% en el tercer trimestre, ligeramente superior al 3,1% observado en el segundo trimestre (tabla III.4). Así también, la inflación subyacente se mantuvo baja, aunque levemente por encima de la tasa observada en el segundo trimestre (de 3,0% subió a 3,3%). Por su parte, el promedio de la inflación subyacente X1 (que excluye, además de las frutas y verduras, los servicios tarifados y combustibles) disminuyó de 4,3% durante el segundo trimestre a 4,1% en este periodo.



La inflación interanual promedio del IPCSAE se mantuvo en 3,5%, tasa igual a la registrada en los dos trimestres anteriores. El IPCSAE “bienes” registró una variación interanual promedio del 3,9%, resultado superior al 3,5% observado en el segundo trimestre de 2024. Esta evolución del IPCSAE bienes refleja en cierta medida la evolución del indicador de IPC de bienes durables, el cual presentó una variación interanual promedio de 5,1%, superior al 4,2% del segundo trimestre. Por su parte, el IPCSAE servicios registró una variación interanual promedio de 3,3%, menor a la tasa promedio del 3,4% del segundo trimestre del año en curso.

Gráfico III.11. Medidas de inflación

Tasas interanuales. Porcentaje

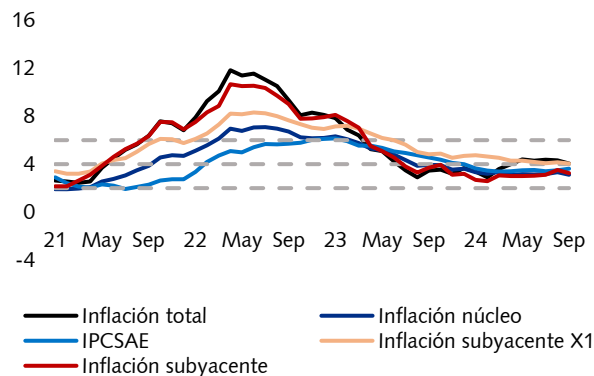


Tabla III.4. Indicadores de inflación

Tasas interanuales. Porcentaje

Inflación	4° T 2023	1° T 2024	2° T 2024	3° T 2024
IPCSAE	4,2	3,5	3,5	3,5
Núcleo	3,7	3,3	3,1	3,2
Subyacente	3,4	2,8	3,0	3,3
Subyacente X1	4,7	4,6	4,3	4,1
Nacional	4,9	5,2	5,2	4,6
Importado	0,3	-1	2,1	3,3
Durables	4,4	2,6	4,2	5,1
IPC	3,5	3,3	4,2	4,2

Fuente: Banco Central del Paraguay.

La proporción de variaciones positivas superiores al 0,333% mensual (i.e. 4% anualizado) del periodo julio-septiembre se situó, en promedio, en 27,2%, cifra menor al 30,8% observado en el trimestre anterior, y también inferior al promedio histórico total del 31,7% (gráfico III.12).

Por otra parte, las expectativas de inflación para los próximos 12 meses, para el cierre de 2025 y para el horizonte de política monetaria, continuaron ancladas en torno a la meta del 4,0% durante el tercer trimestre de año 2024 (gráfico III.13).

Gráfico III.12. Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)

Actual vs. Promedio histórico. Porcentaje

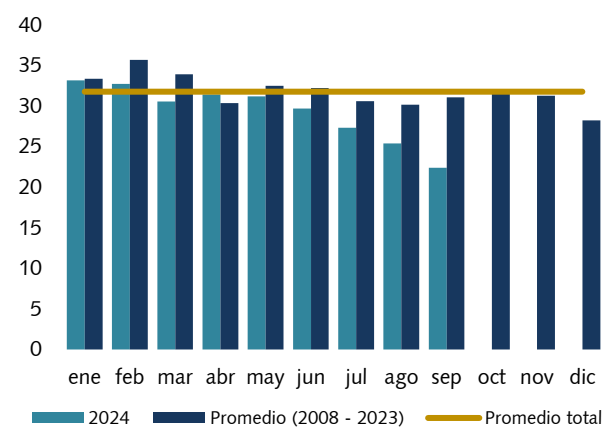
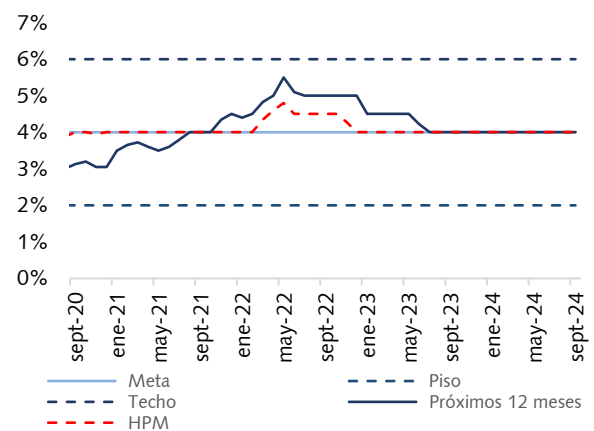


Gráfico III.13. Expectativas de inflación



Fuente: Banco Central del Paraguay.



Cuenta Corriente

Considerando los últimos datos observados al tercer trimestre y la evolución más probable de los distintos componentes del sector externo para lo que resta del año, el saldo de la cuenta corriente del 2024 se ha revisado a la baja, debido fundamentalmente al ajuste en la estimación de la balanza comercial.

El crecimiento previsto de las exportaciones de bienes se ajustó de -1,3% a -6,5%, explicado principalmente por un menor nivel esperado de las exportaciones de electricidad, del maíz y de las reexportaciones, estas últimas afectadas en alguna medida por el debilitamiento de la moneda brasileña. Así también, se prevé una disminución del valor de las exportaciones de soja y de sus derivados, debido a la caída mayor a la prevista de los precios de estos *commodities* en los mercados internacionales.

En contrapartida, la expansión prevista de las importaciones de bienes se ajustó de 2,8% a 3,1%, explicada por un mayor dinamismo observado en las importaciones, en línea con el mejor desempeño de la demanda interna, con respecto a lo esperado anteriormente.

Con estas correcciones, el saldo de la balanza comercial se ubicaría en USD -701,3 millones (menor a los USD 184,1 millones estimados en el IPoM anterior). A su vez, leves ajustes en la balanza de servicios y de ingresos primarios explican también parte de la corrección del saldo de la cuenta corriente. Las mencionadas reducciones se vieron levemente atenuadas por una corrección positiva del ingreso secundario.

De esta manera, el saldo en cuenta corriente para el 2024 fue ajustado a la baja, de -1,0% del PIB a -3,2% del PIB. (tabla III.5)

Tabla III.5. Cuenta Corriente (en millones de USD)

	2022*	2023*	2024(f)
Cuenta Corriente	-2.993,5	104,8	-1.436,1
Balanza Comercial	-1.928,7	827,9	-701,3
Exportaciones	12.815,5	16.257,1	15.205,9
Importaciones	14.744,1	15.429,2	15.907,2
Servicios	-242,2	-19,9	-60,0
Ingreso primario	-1.364,2	-1.379,7	-1.397,0
Ingreso secundario	541,5	676,4	722,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-7,1%	0,2%	-3,2%

(f) Proyección.

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central del Paraguay.



Finanzas Públicas

A agosto de 2024, el ingreso total recaudado creció 18,3% con respecto al mismo periodo del año 2023. Este resultado se explicó, en primer lugar, por el aumento interanual de los ingresos tributarios (21,7%), tanto de los impuestos internos (22,9%) como los impuestos al comercio exterior (19,9%), seguido por el incremento del 23,0% de donaciones y del 19,5% de otros ingresos (binacionales). Este comportamiento fue compensado por una reducción del 14,2% en concepto de contribuciones sociales.

El gasto total obligado a agosto aumentó 14,4% en comparación con el acumulado a agosto de 2023. El incremento del gasto se debió al aumento de las compras de bienes y servicios, intereses de la deuda, remuneración a los empleados, prestaciones sociales y donaciones. Por otro lado, la adquisición neta de activos no financieros verificó un nivel acumulado de 3,7 billones de guaraníes a agosto de 2024, equivalente a una disminución interanual acumulada de 8,5% respecto al mismo período del año 2023.

Con estos resultados, al mes de agosto de 2024, se registró un déficit de 2.814 mil millones de guaraníes (0,8% del PIB). Asimismo, se observó un superávit operativo de Gs. 888 mil millones (0,3% del PIB).

Se mantienen las buenas perspectivas respecto al cumplimiento de la meta de convergencia establecida por el gobierno en 2,6% del PIB en el 2024.

Tabla III.6. Finanzas públicas

Miles de millones de guaraníes

	Agosto 2023	Agosto 2024	Variación (%)
Ingreso total recaudado	28.584	33.804	18,3%
Ingresos tributarios	20.832	25.356	21,7%
Contrib. sociales	2.521	2.162	-14,2%
Donaciones	992	1.221	23,0%
Otros ingresos	4.239	5.066	19,5%
Gasto total obligado	28.761	32.916	14,4%
Remuneración a los empleados	12.490	13.411	7,4%
Uso de bienes y servicios	3.359	4.577	36,3%
Intereses	2.805	3.920	39,8%
Donaciones	3.188	3.805	19,3%
Prestaciones sociales	5.790	5.921	2,3%
Otros gastos	1.130	1.283	13,6%
Balance operativo	-177	888	
Adquisición neta de activos no financieros	4.047	3.703	-8,5%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-4.224	-2.814	

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF)



IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

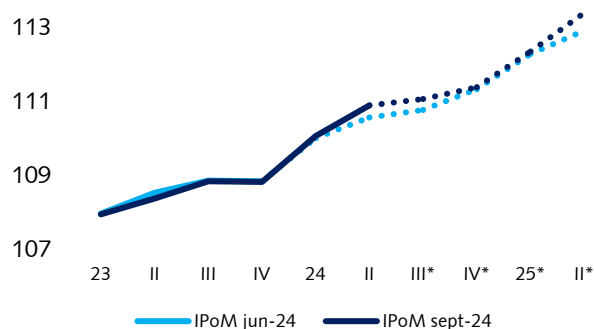
Escenario base de proyección

En este bloque se detallan las modificaciones más relevantes en las trayectorias esperadas de las variables macroeconómicas consideradas para el escenario base de proyección de la inflación local.

En cuanto a las variables externas, desde el informe de junio se observó una mejora de 0,3 p.p. en las expectativas de crecimiento económico de los socios comerciales del Paraguay para el cierre del 2024. Este ajuste se explica principalmente por una revisión al alza en los pronósticos de crecimiento de la economía brasileña, la cual ha mostrado un desempeño mejor del previsto en los dos primeros trimestres del presente año. Para el año 2025, la proyección de crecimiento se ha mantenido estable en 2,5% (tabla IV.1).

Gráfico IV.1. PIB trimestral Socios Comerciales.

Índice desestacionalizado, 2019Q4=100



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla IV.1. Crecimiento del PIB Socios Comerciales

Porcentaje

	2024	2025
IPOM jun-24	2,1	2,5
IPOM sept-24	2,4	2,5

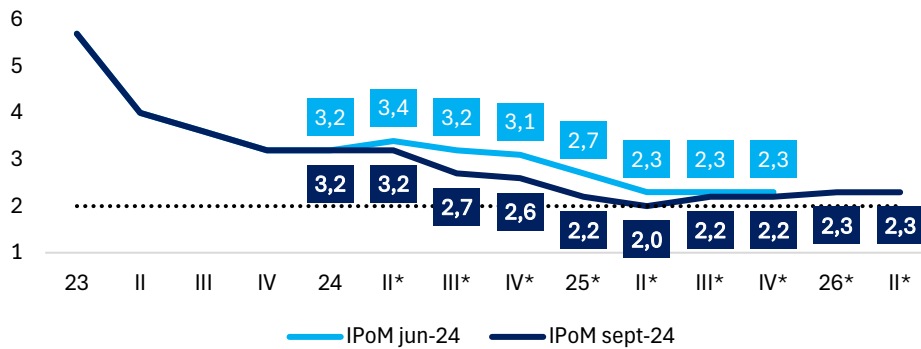
Con relación a la evolución de los precios en Estados Unidos, se espera que la inflación descienda a un mayor ritmo del previsto en el IPOM de junio. Este cambio en la trayectoria se explica por la moderación observada en la inflación general, la cual se ubicó por debajo del 3,0% interanual en los meses de julio y agosto. Con este escenario, se prevé que la inflación se ubique más cerca de la meta de la Reserva Federal desde inicios del año 2025 (gráfico IV.2).

En cuanto a las tasas esperadas de inflación de otras economías, se observan ajustes mixtos en los pronósticos. Por un lado, se proyecta que la inflación en Argentina descienda con mayor fuerza y cierre tanto el 2024 como el 2025 en niveles inferiores a los indicados en el IPOM de junio, explicado por el descenso continuo de la inflación mensual, que se ubicó en niveles cercanos al 4,0% en el transcurso del tercer trimestre de 2024. Por el contrario, en Brasil se presentó una nueva revisión al alza de su inflación para cierre de 2024, en un contexto en que la variación del IPCA y las expectativas se mantienen por encima de la meta del Banco Central de Brasil. Por su parte, las proyecciones de inflación de la Eurozona para 2024 y 2025 se mantuvieron sin modificaciones (tabla IV.2).



Gráfico IV.2. Inflación del IPC de Estados Unidos

Variación interanual, Porcentaje



Fuente: Consensus Forecast

Tabla IV.2. Inflación externa

Variación interanual, Porcentaje

	2024			2025		
	IPoM jun-24	IPoM sept-24	Δ p.p.	IPoM jun-24	IPoM sept-24	Δ p.p.
IPC Eurozona*	2,4	2,4	0	2,0	2,0	0
IPCA Brasil	3,9	4,2	0,3	3,8	3,8	0
IPC Argentina	152,0	127,5	-24,5	48,8	41,9	-6,9

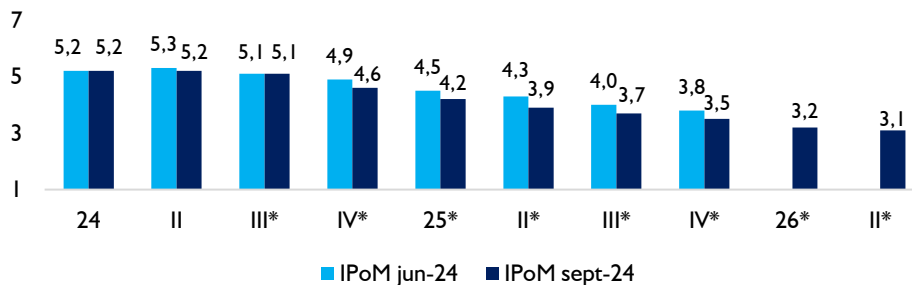
(*) Promedio anual

Fuente: Consensus Forecast

Por el lado de las tasas de interés externas, desde el IPoM de junio, los rendimientos esperados de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 3 meses han disminuido levemente. Este cambio se explica por las expectativas del inicio del recorte de las tasas de interés de la Reserva Federal, que finalmente se concretó en la reunión de septiembre.

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

Porcentaje



Fuente: Consensus Forecast



En el escenario base local, la proyección de crecimiento del PIB para el 2024 se revisó al alza de 3,8% a 4,0% (tabla IV.3). Esta mayor expansión se explica por un resultado mejor al esperado en el sector comercio, cuya proyección aumentó de 4,9% a 5,1%. En el mismo sentido, el sector ganadero registró un ajuste al alza (de 1,6% a 5,4%), explicado por el mayor ritmo de faenamiento. En línea con el buen desempeño de la actividad económica, los impuestos a los productos también mostraron un crecimiento mayor a lo esperado, revisándose al alza de 6,8% a 9,5%. En contrapartida, el pronóstico del sector de “electricidad y agua” se revisó a la baja, de -2,8% a -4,0% debido a la menor producción de energía eléctrica por parte de las binacionales, afectada por el bajo nivel del caudal hídrico del Río Paraná. En cuanto al sector agrícola, se continúa esperando la misma tasa de crecimiento que la revisión anterior (1,8%), aunque se ha registrado una recomposición. La menor producción de maíz con respecto a la prevista anteriormente estaría compensada por un mayor nivel en la producción de trigo. Asimismo, las demás actividades (manufacturas, construcción, gobierno general y otros servicios) presentaron una dinámica acorde a la esperada, por lo que sus respectivas estimaciones no se han modificado. De esta manera, el pronóstico del PIB sin agricultura y binacionales se revisó al alza, de 4,5% a 4,9%.

Tabla IV.3 Crecimiento del PIB (Sectores económicos)

Porcentaje

	2023*	2024 (f)	2024 (i)
Sector Primario	16,5	3,0	0,3
Agricultura	23,3	1,8	0,1
Ganadería	0,5	5,4	0,1
Sector Secundario	3,4	2,2	0,7
Manufactura	3,1	4,4	0,9
Construcción	-7,5	3,0	0,2
Electricidad y Agua	16,0	-4,0	-0,3
Sector Terciario	3,6	4,5	2,2
Gobierno General	3,4	3,4	0,3
Comercio	4,4	5,1	0,6
Otros Servicios	3,4	4,6	1,3
Impuestos	3,3	9,5	0,6
PIB a precios de mercado	4,7	4,0	4,0
PIB sin agricultura y binacionales	2,8	4,9	

*Datos preliminares, (f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

En el PIB por el lado del gasto, la demanda interna mostraría un crecimiento mayor al anticipado (Tabla IV.4). Respecto al IPoM anterior, el consumo privado ha mostrado una dinámica superior a la esperada, llevando a un ajuste al alza en su crecimiento, de 4,3% a 4,7%. Este ajuste positivo de 0,4 p.p. es consistente con la revisión al alza del PIB sin agricultura y binacionales y con el buen dinamismo de las importaciones. Por su parte, la expansión prevista para la formación bruta de capital fijo se revisó al alza de 5,0% a 5,8% debido al buen desempeño de las inversiones en maquinarias y equipos. Con relación a la demanda externa, el crecimiento de las exportaciones se ajustó a la baja (de 1,5% a 0,4%) explicado por los menores envíos de productos primarios (maíz) y de las exportaciones de energía eléctrica. Por su parte, el crecimiento de las importaciones se revisó al alza (de 3,1% a 4,1%), principalmente por los mejores resultados de las importaciones para consumo interno.



Tabla IV.4 Crecimiento del PIB (componentes del gasto) y cuenta corriente

Porcentaje

	2023*	2024 (f)
PIB	4,7	4,0
Demanda Interna	-1,7	5,5
Formación bruta de capital fijo	-3,5	5,8
Consumo total	2,9	4,7
Consumo privado	2,7	4,7
Consumo público	3,6	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	36,7	0,4
Importaciones de bienes y servicios	14,1	4,1
Cuenta corriente (% del PIB)	0,2	-3,2

*Datos preliminares, (f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Proyecciones de inflación

Las proyecciones de inflación se mantienen en 4% para 2024, así como para el horizonte de pronóstico. Al igual que en el informe anterior, no se observan desequilibrios significativos que puedan desviar la inflación de la trayectoria esperada. Por un lado, se ha seguido observando una reversión de los aumentos de precios de los componentes volátiles de la canasta del IPC, el PIB se encuentra en niveles cercanos a su potencial y los efectos de la depreciación de la moneda local han sido limitados. Por otro lado, en el ámbito externo, los riesgos han tendido a moderarse, sobre todo con la disminución de los precios de *commodities* alimenticios y energéticos. Con las expectativas de las agentes alineadas al objetivo de mediano plazo y en ausencia de nuevos choques, se anticipa que la inflación se mantendrá en torno al 4% hacia fines de 2024 y a lo largo del horizonte de proyección (Tabla IV.5).

Tabla IV.5 Proyecciones de inflación

Porcentaje

	2023	2024(f)	2025(f)	2026 (f)
Inflación IPC diciembre (*)	3,7	4,0	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	3,2	4,0	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección realizada con datos al mes de septiembre de 2024.

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

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2026

Fuente: Banco Central del Paraguay

Escenarios de Riesgo

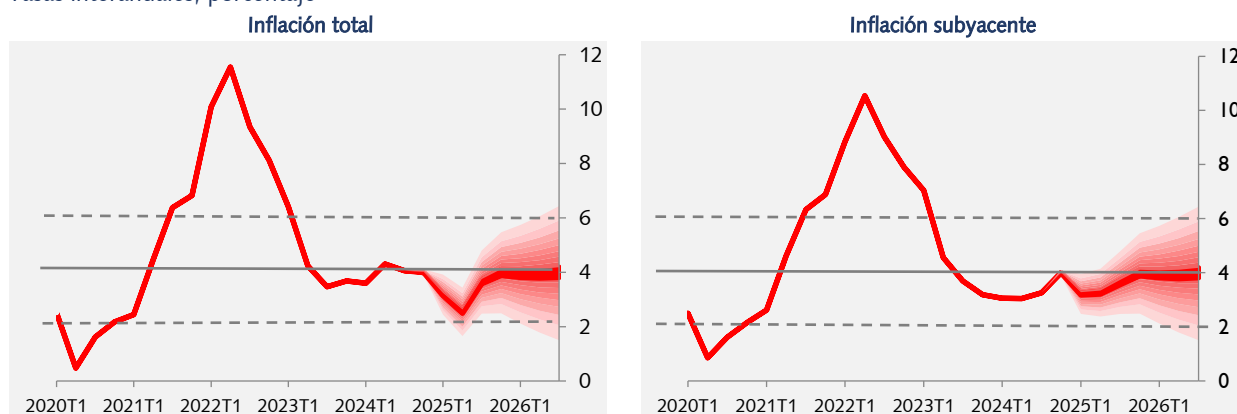
Los riesgos derivados del ámbito externo se encuentran más equilibrados. Las tensiones geopolíticas, sobre todo en Medio Oriente, siguen representando una fuente de riesgos al alza sobre la inflación a través del efecto que podrían tener en la evolución de los precios del petróleo. Además, unas condiciones climáticas desfavorables en las principales regiones de producción podrían impactar los cultivos y aumentar los riesgos de un incremento en los precios internacionales de los *commodities* alimenticios. A su vez, persisten los riesgos de una moderación del crecimiento global derivada de la

situación de China y de una profundización de las políticas proteccionistas. Por otro lado, las condiciones financieras externas serían más favorables conforme avance el ciclo de recortes de las tasas de interés de la FED, lo que podría impulsar el crecimiento global y moderar las presiones cambiarias sobre las monedas de la región en los próximos meses. No obstante, posterior a la última reunión del CPM, se publicaron los datos de empleo e inflación de Estados Unidos de septiembre, que superaron las expectativas del mercado, lo cual genera cierta incertidumbre con relación al ritmo de ajustes de las tasas de interés de la FED en los meses siguientes.

En el plano doméstico, el escenario de riesgos se encuentra vinculado, principalmente, con la evolución del clima. La probabilidad de ocurrencia del fenómeno climático de “La Niña”, el cual se encuentra asociado a un menor régimen de precipitaciones, ha aumentado recientemente. Este fenómeno podría incidir negativamente en el rendimiento de la producción agrícola en el periodo 2024/2025, sin embargo, conforme a pronósticos climatológicos, la severidad de “La Niña” sería reducida. Por otro lado, en el presente año se ha observado una mayor exportación de granos de soja con respecto a años anteriores, lo que podría implicar en contrapartida una menor dinámica en la producción de aceites hacia el último trimestre del año. Por su parte, el sector ganadero y la producción de carnes podrían mostrar un mejor resultado al esperado, considerando las buenas expectativas del sector.

Gráfico IV.4. Proyecciones de inflación

Tasas interanuales, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay



Recuadro I: Revisión de la literatura empírica sobre el impacto económico del grado de inversión

Introducción

Las calificaciones crediticias soberanas son opiniones informadas y prospectivas acerca de la capacidad y voluntad de los gobiernos para realizar el pago total y oportuno de su deuda emitida. Las agencias calificadoras de riesgos realizan estas valoraciones de la deuda soberana y, por lo tanto, desempeñan un papel importante al enviar señales a los mercados que ayudan a reducir la incertidumbre sobre la solvencia de un país. De este modo, es esencial para los países escalar en los ratings u obtener una mejora en la calificación soberana ya que esto refleja una menor percepción de riesgo para los inversionistas y, por lo tanto, permite una mejor inserción en los mercados internacionales.

A finales del mes de julio, la calificadora de riesgo Moody's, una de las tres agencias calificadoras más prestigiosas a nivel internacional, ha elevado la calificación crediticia de la deuda de largo plazo del Gobierno de Paraguay de Ba1 a Baa3, logrando así, por primera vez, el grado de inversión.

En este sentido, el calificativo de "grado de inversión" significa que el país se posiciona dentro de un rango de calificaciones crediticias superior, asociadas a un menor riesgo de impago con respecto a los países posicionados por debajo de dicho rango, los cuales emiten instrumentos de deuda catalogados como "grado especulativo". El bajo nivel de ingreso de las economías emergentes y en desarrollo implica un obstáculo para el ahorro y la inversión, por lo que alcanzar el estatus de país con grado de inversión se ha convertido en un anhelado objetivo para impulsar un mayor desarrollo de los países reconocidos internacionalmente por su estabilidad macroeconómica.

Este recuadro tiene como objetivo examinar la literatura empírica sobre el impacto económico observado en otros países que alcanzaron el grado de inversión debido a una mejora en su calificación soberana.

El camino al grado de inversión

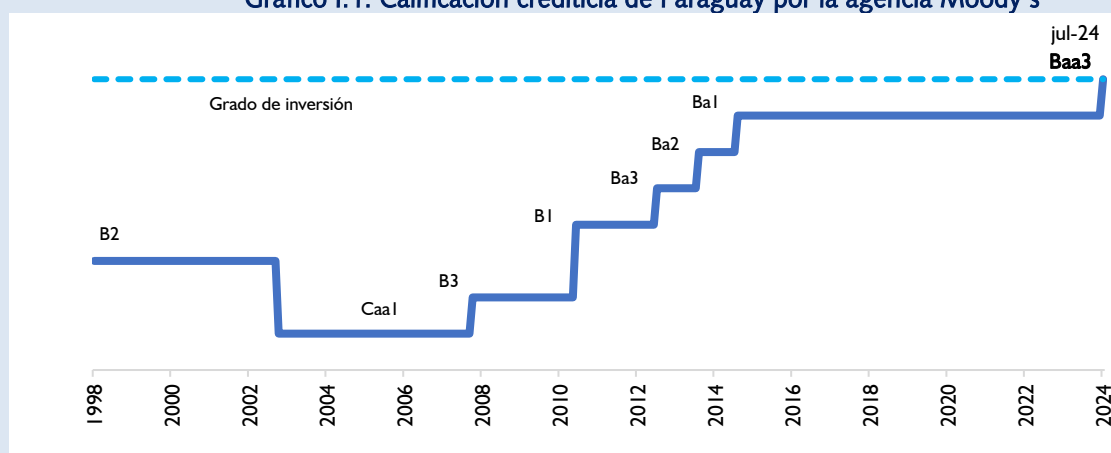
Entre mediados de la década de los noventa e inicios de los dos mil, el desempeño económico se había deteriorado significativamente, lastrado por una profunda y prolongada crisis financiera. Entre 1996 y 2002, el crecimiento promedio del PIB de Paraguay fue apenas 0,2%, muy inferior al ritmo de expansión de los años previos (promedio de 4,7% entre 1992 y 1996). Hacia finales del 2002 y comienzos del 2003, la inflación se situó en torno al 20% y el tipo de cambio (guaraníes por dólar) se depreció más del 50%. En ese contexto, Moody's había reducido la calificación crediticia del país a Caa1, un nivel que reflejaba un alto riesgo de impago (gráfico I.1).

A partir de finales del 2003 se emprendieron importantes reformas en el plano fiscal y monetario, en el marco de un acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El ordenamiento macroeconómico, juntamente con unas condiciones externas más favorables, impulsaron un crecimiento elevado y sostenido del PIB. Entre el 2003 y 2014, la tasa promedio de variación del PIB fue 4,6%. En ese periodo, Paraguay experimentó sucesivos ajustes positivos en su calificación crediticia, ubicándose desde el 2015 a un escalón del grado de inversión, nivel que se mantuvo en los siguientes nueve años, en un contexto marcado por una serie de choques externos, como la significativa caída de los precios de los productos de exportación en el 2015, la sequía en el 2019, la

pandemia en el 2020, otra sequía en el 2022, la aceleración de la inflación y las condiciones financieras internacionales más restrictivas en la post pandemia.

Finalmente, en el 2024, la calificadora Moody's otorga el grado de inversión a Paraguay, destacando, entre otros factores, el crecimiento económico sostenido del país, su capacidad para resistir choques externos y las reformas institucionales que han fortalecido la gobernanza. Además, señalaron que la estrategia de diversificación económica y la inversión en infraestructura han jugado un papel crucial. La solidez fiscal de Paraguay y su capacidad para diversificar las fuentes de financiamiento en los mercados también han sido determinantes. Asimismo, mencionaron que la inversión pública está optimizando las condiciones de transporte, lo cual se espera que fomente un flujo constante de inversión privada en sectores no tradicionales, como la maquila, la silvicultura y la energía limpia.

Gráfico I.1. Calificación crediticia de Paraguay por la agencia Moody's



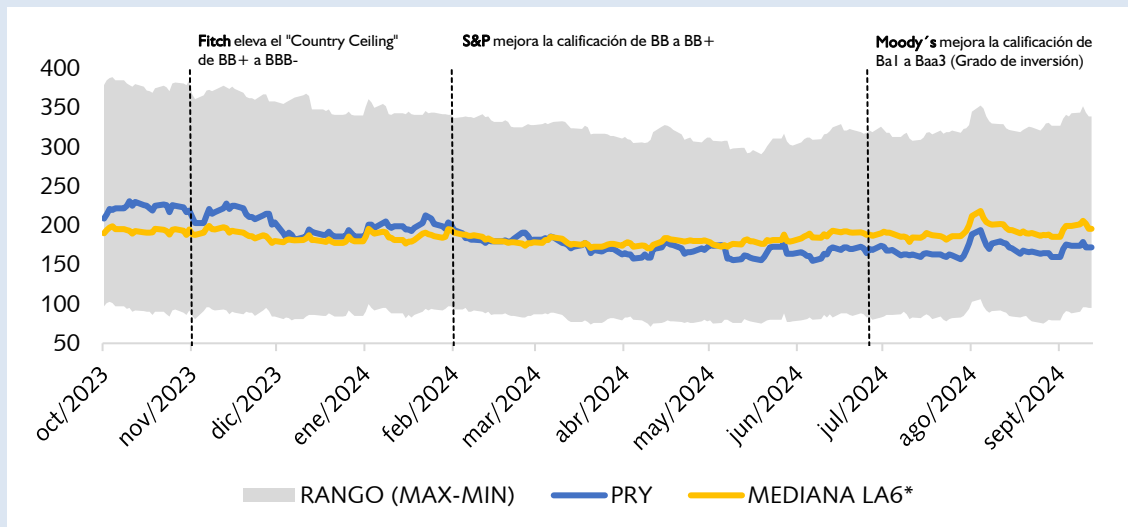
Fuente: Moody's Ratings.

Además de lograr el grado de inversión por parte de Moody's en julio de 2024, es apropiado señalar que, hacia finales del año 2023, Fitch, si bien había mantenido la calificación soberana en BB+, elevó el "country ceiling" ¹ a BBB- (grado de inversión). Así también, en febrero de 2024, la calificadora Standard and Poor's había mejorado la calificación soberana de BB a BB+ y había elevado la evaluación de riesgo de Transferencia y Convertibilidad (T&C) ² de Paraguay a BBB- (grado de inversión). Este continuo proceso de mejora se ha ido reflejando en una menor prima de riesgo soberano, tanto en términos absolutos, como también en términos relativos a otros países de la región (gráfico I.2).

¹ Los "Techos país" (*country ceilings*, en inglés) no son calificaciones, sino manifestaciones de un límite para las calificaciones de las entidades y las transacciones en moneda extranjera originadas en la jurisdicción del soberano. El techo país mide el riesgo de que se impongan controles de capitales y/o cambiarios en un país impidiendo al sector privado la conversión de moneda doméstica a extranjera. El techo país se sitúa por encima de la calificación soberana cuando se espera que algunas entidades pudieran continuar pagando su deuda externa aun cuando el soberano no puede pagar su deuda en moneda extranjera.

² Una evaluación de T&C es la calificación asociada con la probabilidad de que el soberano restrinja el acceso de entidades no soberanas a las divisas necesarias para el servicio de la deuda.

Gráfico I.2. Evolución del EMBI de Paraguay y países de la región (puntos básicos)



* LA6 incluye a Brasil, Colombia, Chile, Perú, Uruguay y México.

Fuente: Bloomberg.

Impacto en las condiciones de financiamiento

Varios estudios señalan que las calificaciones de deuda soberana con rango de grado de inversión están asociadas a una menor probabilidad de incumplimiento y, por lo tanto, conllevan menores costos de financiamiento para los gobiernos y las empresas en los mercados internacionales de capitales. Además, las mejores calificaciones correspondientes al grado de inversión permiten expandir la base de inversores potenciales como inversionistas institucionales (fondos de pensión, compañías de seguros, etc.) que tienden a invertir en activos de menor riesgo.

Jaramillo y Tejada (2011) examinaron los *spreads* soberanos de 35 economías emergentes mediante un estudio econométrico con datos de panel para el periodo 1997-2010. Los resultados muestran que alcanzar el grado de inversión reduce los *spreads* soberanos en un 36%³, más allá de lo que sugieren los fundamentos macroeconómicos. Además, encuentran que las mejoras de calificación en la clase de activos que califican con grado de inversión conllevan a una reducción del 5% al 10% en los *spreads*, mientras que las mejoras dentro de la clase de activos del grado especulativo no tienen impacto.

En un artículo más reciente, Anastasatou et al. (2023) investigaron los efectos potenciales de una mejora en la calificación al grado de inversión. Utilizando datos de panel de 77 países encontraron que una mejora en la calificación está asociada con una reducción permanente del *spread* soberano en alrededor de 70 pb al alcanzar el grado de inversión.

Por otra parte, Afonso et al. (2012) analizaron los efectos de los anuncios de mejoras y rebajas de las calificaciones soberanas en los *spreads* de los bonos de países de la Unión Europea. Para ello, aplicaron la metodología estándar de estudio de eventos a fin de medir la respuesta de los rendimientos y los *spreads* durante un periodo de dos días (-1, 1), antes y después del anuncio. Los resultados señalan que anuncios negativos en las calificaciones de riesgo tienen un impacto significativo en los *spreads*, mientras que la reacción a mejoras en la calificación es menor.

³ Esto significa que un país con un *spread* de 440 puntos básicos, estando un nivel por debajo del grado de inversión, vería una reducción de su *spread* a 279 puntos básicos al alcanzar dicho grado.



Impacto en los flujos de capitales

Para los inversionistas del exterior, las calificaciones de riesgo soberanas contribuyen a reducir la incertidumbre sobre el riesgo al que estarían expuestos al invertir sus fondos en los títulos de deuda de un país, ya que sintetizan información cuantitativa y cualitativa sobre la capacidad del emisor para hacer frente a sus obligaciones de deuda. Desde el punto de vista de los gobiernos, el nivel de riesgo asociado a la deuda de un país determina en cierta medida la tasa de interés externa que enfrenta en los mercados financieros internacionales y su capacidad para atraer inversiones. En esa línea, varios autores han analizado empíricamente la asociación entre una mayor entrada de flujos de capital, tanto de cartera como Inversión Extranjera Directa (IED), y las calificaciones crediticias soberanas más altas.

Cai et al. (2018) examinaron la relación entre las calificaciones crediticias soberanas y los flujos de IED desde 31 países donantes de la OCDE a 72 países receptores (OCDE y no miembros) durante el periodo 1985-2012. Entre los principales resultados encontraron que las calificaciones de los países receptores tienen un impacto positivo en los flujos de IED y es aún mayor cuanto más alta es la calificación. Además, observaron que los países reciben más IED cuando su región geográfica tiene una calificación crediticia promedio más alta en comparación con otras regiones.

Por otro lado, Sánchez, E. (2013) analizó el efecto de la obtención del grado de inversión sobre los flujos de inversión extranjera directa que captan las economías emergentes utilizando el método *propensity score matching*. Los resultados del estudio sugieren que la obtención del grado de inversión tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo para los primeros años (1% del PIB), luego de ese periodo los efectos dejan de ser significativos. De este modo, concluye que los buenos fundamentos de la economía permiten obtener el grado de inversión, pero esta calificación sólo afecta a los flujos de IED en el corto plazo.

Así también, los resultados empíricos de la investigación de Arogundade et. al. (2022) indican un efecto significativo positivo para los países con calificaciones de crédito soberanas más altas para atraer mayores flujos de inversión extranjera directa (IED) en 22 países de África Subsahariana.

Por otra parte, Kim y Wu (2008) encontraron que las mejoras en las calificaciones soberanas, específicamente las de moneda extranjera a largo plazo, contribuyen a mejorar el desarrollo financiero de los países y a atraer distintas fuentes de entradas de capital (IED y cartera).

De et al. (2020) utilizan un modelo de regresión de panel dinámico para estimar la relación entre las calificaciones y los flujos de capital después de controlar por otros factores, como diferenciales de crecimiento, tasas de interés y condiciones de riesgo globales. Los autores argumentan que una mejora en la calificación soberana era un determinante importante de los flujos netos de capital antes de la crisis financiera mundial de 2008. Sin embargo, luego de la crisis ganaron mayor relevancia las calificaciones relativas a otros países. En base a estas conclusiones, los países deben prestar también atención a su desempeño económico relativo.

Efecto en otras variables macroeconómicas

El mayor fondeo con menores tasas de interés tiene también efectos positivos en el sector real de la economía. Los menores costos del capital para los gobiernos y las empresas contribuyen al crecimiento económico y desarrollo del país al propiciar un entorno más favorable para la inversión y el financiamiento. Al respecto, Chen et al. (2015), utilizando un modelo dinámico con datos de panel de



103 economías para el periodo 1982-2012, encontraron que el avance de la calificación soberana en un escalón conduce a un incremento de 0,6 p.p. en la tasa de crecimiento anual promedio de los siguientes cinco años del PIB per cápita y de 1,7 p.p. cuando la calificación alcanza el grado de inversión. De manera similar, Chen et al. (2013) señalan que la inversión privada crece 4,5 p.p. en el año en que mejora la calificación y en 3,2 p.p. en el siguiente año, sin embargo, los efectos no resultaron significativos en los siguientes años.

Anastasatou et al. (2023) evaluaron los efectos de una mejora en la calificación crediticia sobre la tasa de crecimiento del PIB real basándose en datos de 85 economías en el periodo 2000-2020 y utilizando el "Método Generalizado de Momentos". Los resultados de sus estimaciones sugieren que los efectos esperados de alcanzar el grado de inversión en el corto plazo son un aumento del crecimiento del PIB en 0,8 p.p. y una volatilidad menor en 0,4 p.p.

Comentarios Finales

La obtención del grado de inversión es un avance importante para el país, resultado de una serie de reformas estructurales y la gestión responsable de las políticas macroeconómicas. La literatura empírica demuestra que el impacto de alcanzar el estatus de grado de inversión tiene efectos financieros y reales para la economía. Entre los principales beneficios mencionan la reducción de los costos de financiamiento para el gobierno, facilitando mayores recursos para la inversión pública como también el acceso a condiciones financieras más ventajosas para el sector privado. Además, la mejora de la confianza en el país es un determinante importante para atraer inversiones tanto de cartera como IED, generando así una mayor capacidad de inversión que impulsará el crecimiento y desarrollo económico.

El desafío actual está en mantener o mejorar el estatus de grado de inversión. De acuerdo con la agencia Moody's, para lograr futuras mejoras en la calificación de la deuda soberana, el Gobierno deberá continuar implementando reformas estructurales que fortalezcan las instituciones y el marco de gobernanza del país. Además, es importante mantener los esfuerzos para fortalecer las finanzas públicas, fomentar la inversión privada en infraestructuras y energías renovables, y reducir la vulnerabilidad a shocks, ya que estos elementos podrían contribuir a alcanzar una calificación más alta.

Referencias Bibliográficas

- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638.
- Anastasatou, M., Balfoussia, H., Bragoudakis, Z., Malliaropulos, D., Migiakis, P. M., Papageorgiou, D., & Petroulas, P. (2023). Effects of a sovereign credit rating upgrade to investment grade on the Greek economy. *Bank of Greece Economic Bulletin*, (58).
- Arogundade, S., Biyase, M., & Eita, J. H. (2022). Do Sovereign Credit Ratings Matter for Foreign Direct Investment: Evidence from Sub-Saharan African Countries.
- Cai, P., Gan, Q., & Kim, S.-J. (2018). Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 50-64. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.01.003>
- Cai, P., Kim, S.-J., & Wu, E. (2019). Foreign direct investments from emerging markets: The push-pull effects of sovereign credit ratings. *International Review of Financial Analysis*, 61, 110-125. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.10.006>



Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2013). How do sovereign credit rating changes affect private investment? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4820-4833.

Chen, S.-S., Chen, H.-Y., Chang, C.-C., & Yang, S.-L. (2015). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. *Journal of Banking & Finance*, 64, 90–100. Disponible en: doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.012

De, S., Mohapatra, S., & Ratha, D. (2020). Sovereign Credit Ratings, Relative Risk Ratings, and Private Capital Flows. The World Bank. Jaramillo, L. (2010). Determinants of investment grade status in emerging markets. International Monetary Fund.

Jaramillo, L., & Tejada, M. (2011). Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: Does investment grade matter? IMF Working Paper No. 11/44. International Monetary Fund. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1780802>

Kim, S. J., & Wu, E. (2008). Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging markets review*, 9(1), 17-39.

Sánchez, E. (2013). Grado de inversión y flujos de inversión directa extranjera a economías emergentes. Documentos de Trabajo, 10-2013.



Recuadro II: Actualización de las estimaciones de la tasa de interés real neutral para Paraguay

Introducción

La tasa neutral se refiere al nivel de la tasa de interés real que mantiene el producto cercano a su potencial y la inflación estable en torno a su objetivo (Laubach y Williams, 2003). Esta tasa se ve influenciada por factores que pueden ser estructurales (como la demografía, el crecimiento potencial, la tendencia de la productividad y el desarrollo de los mercados financieros, entre otros), o transitorios (como los choques macroeconómicos que afectan el estado de la economía). Por lo tanto, dado que estos factores son externos a las acciones del banco central, el nivel de la tasa neutral no se considera una decisión de política (Carrillo et al., 2018).

Contar con una estimación de esta medida es esencial para los bancos centrales, ya que les permite evaluar con mayor exactitud la postura de la política monetaria y tomar decisiones informadas en consecuencia. Específicamente, la posición monetaria es considerada contractiva cuando la tasa de política se encuentra por encima del nivel de la tasa neutral, mientras que se considera expansiva cuando aquella se posiciona por debajo de la tasa neutral.

No obstante, a pesar de su relevancia, utilizar la tasa neutral en la formulación de la política monetaria presenta ciertos desafíos. Dado que este indicador no es observable, su nivel y tendencia deben ser estimados mediante métodos cuantitativos, los cuales están sujetos a la incertidumbre inherente a cualquier proceso de estimación. Además, la tasa neutral puede cambiar con el tiempo debido a variaciones en factores estructurales y transitorios de la economía, por lo que las estimaciones en tiempo real pueden diferir considerablemente de las realizadas con datos *ex-post*. En este contexto, la literatura económica ofrece diversas metodologías para estimar la tasa neutral, cada una con sus propias ventajas y desventajas. Esta diversidad de enfoques dificulta alcanzar un consenso sobre cuál es el método óptimo, lo que añade un desafío adicional en la aplicación de la tasa neutral en la política monetaria (Magud y Tsounta, 2012).

Metodologías

Con el propósito de lograr una estimación robusta de la tasa neutral, se consideraron seis enfoques diferentes: un modelo basado en el consumo (el cual incorpora hábitos), filtros y promedios (turning points), una regla de Taylor simple, el modelo de Laubach y Williams (2003) adaptado para una economía pequeña y abierta y un modelo de Vectores Autorregresivos Bayesiano con coeficientes que varían en el tiempo (o BTVC-VAR, por sus siglas en inglés). En todos los casos se considera la tasa *ex-ante* medida como la tasa promedio ponderada de los instrumentos de regulación monetaria de corto plazo menos las expectativas de inflación para los próximos 12 meses. A continuación, se presenta una breve descripción de las metodologías empleadas:

Modelo basado en el consumo

En estos modelos, la tasa de interés neutral se deriva como un valor de estado estacionario, el cual se obtiene a partir de la log – linearización de la condición de Euler de un modelo de suavizamiento de consumo. Considerando un modelo que incorpora hábitos de consumo, tenemos:



$$r = -\ln \beta + \gamma g - \frac{1}{2} \gamma (1 - \phi)$$

donde r es la tasa de interés neutral, β es el factor de descuento subjetivo que se supone entre 0,97 y 0,99, γ es el coeficiente de aversión relativa al riesgo (generalmente estimado entre 1 y 2) y g es la tasa de crecimiento del producto potencial per cápita.

Asimismo, ϕ es la ponderación del consumo pasado en la formación del hábito, que se obtuvo asumiendo que en 2017 la economía se encontraba en equilibrio, lo que implica que la brecha del producto se encontraba cerrada y la tasa de interés era equivalente a la tasa neutral, manteniéndose una tasa de política monetaria relativamente constante durante ese periodo. De esta manera, ϕ se calibra en 0,96 utilizando una tasa de crecimiento del producto potencial per cápita de 1,9% y una tasa de interés real de 2,1%, con $\gamma = 1,5$ y $\beta = 0,975$.

Filtros

Se aplicaron varios filtros a la serie de la tasa de interés real. Entre los considerados se encuentran: el filtro Hodrick – Prescott (HP) estándar con corrección de colas, el HP ajustado por Ravn y Uhlig (estos autores proponen diferentes valores de λ dependiendo de que la frecuencia de los datos sea anual, trimestral o mensual), el boosted HP y el filtro de Christiano-Fitzgerald.

Promedios (turning points)

Esta metodología se basa en calcular el promedio de la tasa de interés real a lo largo de un ciclo económico completo, el cual se define como una desaceleración y posterior recuperación del producto en relación con su tendencia.

Regla de Taylor Simple

Este modelo sigue la especificación presentada en Carrillo et al. (2018). De acuerdo con esta metodología, la tasa de interés neutral se deduce de una regla de política donde la tasa de política monetaria (R_t) responde a la brecha del producto (\hat{y}_t) y a las desviaciones de la inflación (π_t) con respecto a la meta ($\bar{\pi}$). De esta manera, se estimó de manera recursiva la siguiente regla de Taylor con suavizamiento en la tasa de interés:

$$R_t = (1 - \rho)[\bar{r}^* + \bar{\pi} + \delta(\pi_t - \bar{\pi}) + \theta \hat{y}_t] + \rho R_{t-1} + \varepsilon_t$$

donde R_t corresponde a la tasa promedio ponderada de los instrumentos de regulación monetaria y ε_t captura cualquier variación en R que no está explicada por la regla de política. La regla también incorpora un rezago en la tasa de interés nominal para reflejar los ajustes graduales en esta variable, como resultado de las decisiones del banco central. Por último, la tasa neutral \bar{r}^* se refiere al nivel de la tasa de interés real que debería prevalecer cuando la inflación está en la meta y la brecha de producto es nula.

Modelo de Laubach y Williams

Se adopta la estrategia propuesta por Laubach y Williams (2003) adaptada a una economía pequeña y abierta (EPA). Así, el modelo está compuesto por una curva IS y una curva de Phillips, que representan a las curvas de demanda y oferta agregadas, respectivamente, además de cuatro ecuaciones que describen la dinámica de las variables no observables del modelo. Por tanto, el modelo está representado por:

Ecuaciones de medida:

$$y_t - y_t^* = a_y(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + a_r(r_{t-1} - r_{t-1}^*) + a_{y^x}\hat{y}_t^x + \sum_{l=1}^4 a_{q,l}\hat{q}_{t-l} + \varepsilon_{y,t} \quad (1)$$

$$\pi_t = b_0 + b_\pi\pi_{t-1} + b_y(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + \sum_{l=0}^4 b_{c,l}\pi_{t-l}^c + b_s(\Delta s_{t-1} + \pi_{t-1}^x) + \varepsilon_{\pi,t} \quad (2)$$

Ecuaciones de transición:

$$r_t^* = \gamma_t + z_t \quad (3)$$

$$z_t = z_{t-1} + \varepsilon_{z,t} \quad (4)$$

$$y_t^* = y_{t-1}^* + \gamma_{t-1} + \varepsilon_{y^*,t} \quad (5)$$

$$\gamma_t = \gamma_{t-1} + \varepsilon_{\gamma,t} \quad (6)$$

donde y_t es el producto, y_t^* es el producto potencial, r_t es la tasa de interés real de corto plazo, \hat{y}_t^x es una medida de la brecha del producto de los socios comerciales, \hat{q}_t es la desviación porcentual del tipo de cambio real con respecto a su tendencia, π_t es la tasa de inflación y π_t^c la inflación de *commodities*, Δs_t es el cambio porcentual del tipo de cambio nominal y π_t^x es la inflación externa. Las curvas IS y de Phillips expresadas en las ecuaciones (1) y (2) están sujetas a los choques transitorios ε_y y ε_π . Los movimientos de la tasa neutral vienen dados por la ecuación (3), la cual está en función del crecimiento del producto potencial γ_t , y un componente z_t , que varía en el tiempo y que captura los factores omitidos en el modelo.

La adaptación del modelo para una economía pequeña y abierta consistió en la inclusión en la curva IS de una variable que representa el producto de los socios comerciales, además de la brecha del tipo de cambio real, de manera a considerar los determinantes externos de la demanda agregada. Por otro lado, en cuanto a la curva de Phillips, la modificación toma en cuenta la inflación externa, de manera a denotar que la inflación doméstica puede verse afectada por la condición relativa de la paridad del poder adquisitivo (Carrillo et al., 2018).

BVAR con coeficientes que varían en el tiempo

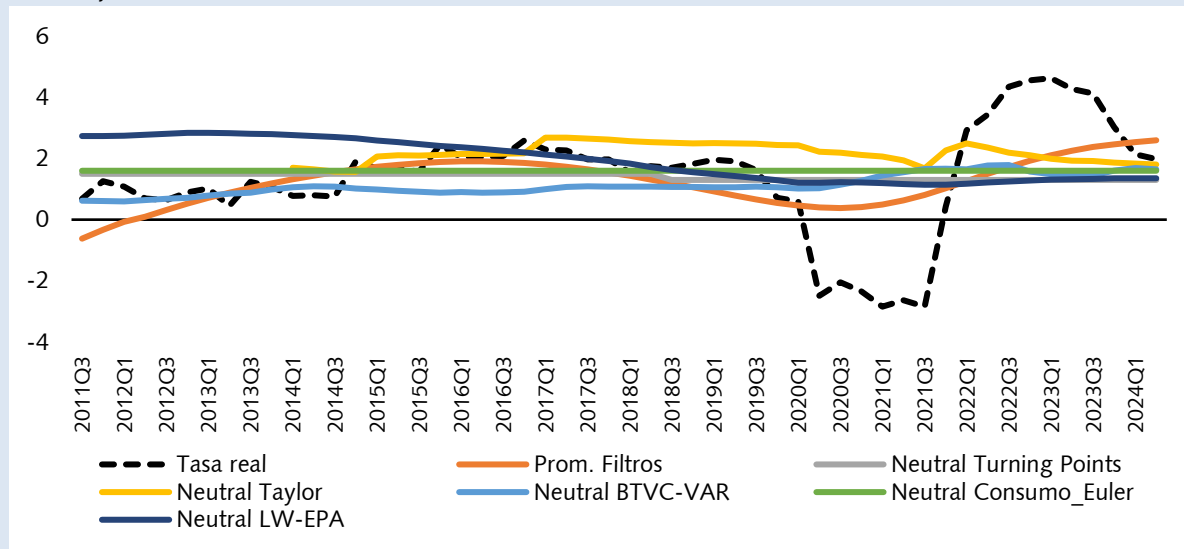
Por último, se considera un modelo de Vectores Autorregresivos Bayesiano utilizando datos de Paraguay y sus socios comerciales, en el que se incluye un supuesto de EPA, de modo que las variables de los socios comerciales constituyen un bloque exógeno para Paraguay. En este modelo los coeficientes varían en el tiempo, lo que permite capturar cambios en la tasa neutral en el mediano plazo.

Resultados

Las estimaciones obtenidas, utilizando datos al segundo trimestre de 2024, se presentan en el gráfico II.1 y la tabla II.1. De acuerdo con los resultados, la tasa real neutral podría situarse en un rango comprendido entre 1,3 y 2,6%. Excluyendo los filtros econométricos, las estimaciones se sitúan en el rango de 1,3 y 1,8%, lo que sugiere consistencia entre las metodologías aplicadas. No obstante, dado que esta variable no es observable, el banco central complementa su análisis con el monitoreo de un amplio conjunto de indicadores económicos, de manera a tomar decisiones consistentes con el logro del objetivo de inflación.



Gráfico II.1
Evolución de la tasa de interés real neutral
Porcentaje



Fuente: Cálculos del Banco Central del Paraguay.

Tabla II.1
Estimaciones de la tasa de interés real neutral
Porcentaje

Método	Tasa real neutral
Filtro HP	3,0
Filtro Boosted HP	2,8
Filtro HP_Ravn Uhlig	2,8
Filtro Christiano-Fitzgerald	1,8
Promedio de filtros	2,6
Promedios (turning points)	1,3
Regla de Taylor Simple	1,8
BTVB-VAR	1,7
Método de Laubach - Williams (EPA)	1,4
Modelo basado en el consumo (Euler)	1,6
Rango	1,3 – 2,6
Promedio	1,7
Mediana	1,7

Fuente: Cálculos del Banco Central del Paraguay

Referencias Bibliográficas

Carrillo et al. (2018). "¿Qué determina la Tasa Neutral de Interés en una economía emergente? Documentos de Investigación. N° 2018-22. Banco de México.

Fuentes, R. & Gredig, F. (2008). "Estimating the Chilean Natural Rate of Interest", Working Paper, Núm. 448, Banco Central de Chile.



Laubach, T. & Williams, J. (2003). "Measuring the Natural Rate of Interest", *The Review of Economics and Statistics*, núm. 85, pp. 1063-1070.

Magud, M. N. E. & Tsounta, E. (2012), "To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question", Working Paper, núm. 12-243, IMF.