



## 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)
<b>Sector Primario</b>	<b>16,5</b>	<b>3,0</b>	<b>0,3</b>
Agricultura	23,3	1,8	0,1
Ganadería	0,5	5,4	0,1
<b>Sector Secundario</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,7</b>
Manufactura	3,1	4,4	0,9
Construcción	-7,5	3,0	0,2
Electricidad y Agua	16,0	-4,0	-0,3
<b>Sector Terciario</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>
Gobierno General	3,4	3,4	0,3
Comercio	4,4	5,1	0,6
Otros Servicios	3,4	4,6	1,3
<b>Impuestos</b>	<b>3,3</b>	<b>9,5</b>	<b>0,6</b>
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	
PIB sin agricultura y binacionales	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	

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

\*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