



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE  
2019



**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

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

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

Estudios Económicos  
Departamento de Análisis e Investigación Macroeconómica  
**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

## Contenido (\*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	10
I. Entorno Internacional y Regional	14
II. Mercados Financieros	22
III. Escenario Doméstico	26
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	35
Recuadro I	41
Efectos Macroeconómicos de la Política Monetaria en Paraguay bajo un Enfoque SVAR	
Recuadro II	46
Análisis del mercado laboral de Paraguay	
Glosario	51

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 23 de diciembre. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

## 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 al Artículo 285 de la Constitución Nacional y la Ley N° 489/95 “Orgánica del Banco Central del Paraguay”, es mantener la estabilidad de precios, proveyendo un marco de previsibilidad nominal para la economía paraguaya, sobre el cual los agentes económicos puedan basar sus decisiones de consumo e inversión.

#### Meta de inflación

La inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), establecida como meta es del 4,0 por ciento, con un rango de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta 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 las tasas de interés y liquidez del mercado, que pueden afectar parte de la actividad económica, para posteriormente 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 a 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 Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) es el encargado de decidir el nivel de la TPM. El CEOMA 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, y si estos riesgos no están asociados a choques externos temporales, el CEOMA realizará un ajuste en la TPM.

## Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CEOMA 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 los fundamentos de la misma. Asimismo, el último día hábil de cada mes, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura, las perspectivas, los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo inflacionario y las consideraciones realizadas para la toma de decisiones. 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

Desde el último IPoM, la actividad económica global ha mantenido un dinamismo moderado, marcado por el deterioro del comercio internacional y de la producción industrial. El pronóstico de crecimiento global para el 2019 se ha revisado ligeramente a la baja, mientras que, para el próximo año se ha mantenido sin cambio. No obstante, las perspectivas económicas para el 2020 podrían tornarse más alentadoras, en la medida que los recientes avances en materia comercial entre Estados Unidos y China contribuyan a comprimir los altos niveles de incertidumbre que han sido un lastre para el desempeño económico global durante el último año. Otro factor al alza es la orientación acomodaticia de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo, la cual se ha mantenido en el último trimestre.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento anualizado del 2,1% en el tercer trimestre, por encima del estimado anteriormente (1,9%). Este resultado se explicó principalmente por las contribuciones positivas de los gastos de consumo personal, del gasto público, de la inversión residencial, de la inversión en inventarios y de las exportaciones. No obstante, se observó una contribución negativa de la inversión fija no residencial. Por su parte, el PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero se ubicó en zona de contracción en noviembre, por cuarto mes consecutivo, con una caída en todos los subíndices, excepto el de entregas de pedidos. En este escenario, la perspectiva de crecimiento para este año se mantuvo en 2,3%, mientras que para el próximo aumentó ligeramente en una décima a 1,8%. Por otro lado, la inflación medida por el Índice de Precios de Gasto de Consumo Personal (*PCE, por sus siglas en inglés*) se ubicó en 1,5% en noviembre y cerraría el año en 1,6% por debajo de la meta del 2%. En este contexto, durante el cuarto trimestre, la Reserva Federal (*Fed*) redujo el rango referencial de tasas en octubre a 1,50% - 1,75% y lo mantuvo igual en su reunión de diciembre.

En la Eurozona, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre fue 1,2%, igual a la tasa registrada en el segundo trimestre. En ese periodo se ha observado un resultado favorable del consumo de los hogares y del gobierno y la formación bruta de capital fijo, mientras que, el sector externo y los inventarios disminuyeron. En relación al indicador manufacturero (PMI), el mismo continúa situándose en zona de contracción, pero presentó una mejora en noviembre, ubicándose en 46,9 (frente al 45,9 de octubre) dado que las caídas de la producción y los nuevos pedidos fueron más leves. En este contexto, las perspectivas de crecimiento se han incrementado levemente para 2019 respecto al informe anterior, con una tasa de 1,2% interanual, y se ha mantenido en 1,0% para el 2020. En cuanto al nivel de precios, la inflación total se incrementó en noviembre luego de varios meses de desaceleración, ubicándose en 1,0% interanual y se estima una tasa de 1,2% para el cierre del año. En lo que refiere a las decisiones de política monetaria, el BCE ha mantenido sin variaciones la tasa de operaciones de refinanciación, la de facilidad marginal de crédito y la de facilidad de depósitos durante el cuarto trimestre.

En China, los datos de actividad económica para el tercer trimestre indican un crecimiento interanual del PIB de 6,0%, por debajo de la tasa de crecimiento del trimestre anterior (6,2%). El menor desempeño en este periodo es consistente con un deterioro del sector manufacturero, cuyo PMI se ha ubicado en zona de contracción desde mayo. Sin embargo, en noviembre este indicador se situó marginalmente por encima de la zona de contracción (50,2). Asimismo, el deteriorado sector externo, podría mostrar señales de recuperación luego del acuerdo preliminar con Estados Unidos respecto al conflicto comercial. En cuanto a los pronósticos de crecimiento, para el 2019 se ha reducido levemente a 6,1% anual, en comparación a lo reportado en el IPoM anterior (6,2%), mientras que para el 2020 se mantuvo estable en 5,9%.

En Brasil, el PIB registró un crecimiento interanual del 1,2% en el tercer trimestre, levemente superior a la tasa observada en el segundo trimestre (1,1%). Este mejor resultado se debió a los aumentos en la formación bruta de capital fijo y el consumo de los hogares, mientras que el gasto del gobierno disminuyó y el sector externo se deterioró. Respecto a los indicadores de corto plazo, el PMI manufacturero continúa en la zona de expansión (52,9 en noviembre). En cuanto a las proyecciones de crecimiento, las mismas han mejorado levemente respecto al informe anterior, pasando de 0,9% a 1,0% para el 2019 y de 2% a 2,1% para el 2020. En lo referente al nivel de precios, las medidas de inflación se mantienen en la zona inferior del rango meta, a pesar del repunte en noviembre, mes en el que se observó una inflación interanual del 3,3%. En

este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil ha reducido la tasa SELIC en dos oportunidades en el cuarto trimestre, hasta situarla en 4,50% anual.

En Argentina, la actividad económica ha seguido mostrando signos de deterioro. El PIB del tercer trimestre registró una caída del 1,7% interanual, explicada por una retracción en la producción de la industria manufacturera, de las construcciones, del comercio, de la intermediación financiera, entre otros sectores (lado de la oferta). Por el lado del gasto, la variación negativa se debió principalmente a las caídas del consumo privado y de las inversiones. Asimismo, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina se contrajo 0,9% interanual en octubre, mientras que el indicador del sector manufacturero se redujo 2,3% interanual en el mismo mes. En cuanto a los precios, luego de un periodo de desaceleración, la inflación repuntó nuevamente en el mes de noviembre, situándose en 52,1%. Desde inicios de diciembre, el escenario político ha cambiado y el nuevo gobierno ha comenzado a anunciar nuevas medidas de política para hacer frente a la compleja situación económica. En este contexto, las previsiones de crecimiento han sido revisadas nuevamente a la baja, situándose actualmente en -2,8% para el 2019 y -1,7% para el 2020 (-2,5% y -1,1%, respectivamente en el IPoM de setiembre).

En el contexto local, la actividad económica ha comenzado a mostrar señales de recuperación a partir de inicios del segundo semestre, como se había señalado en el informe previo. En el tercer trimestre, la variación interanual del PIB se ubicó en 2,8%, luego de dos trimestres consecutivos de caídas interanuales. Por el lado de la oferta, las actividades económicas con mayor incidencia en el crecimiento fueron los servicios, la construcción y la agricultura. No obstante, la generación de energía eléctrica ha continuado registrando un desempeño negativo. Desde la perspectiva del gasto, el consumo privado y público fueron los principales componentes que explicaron el crecimiento interanual del trimestre. Por su parte, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones netas mostraron una retracción. De acuerdo a los indicadores de corto plazo, la actividad económica continuaría mostrando una expansión en el cuarto trimestre.

En relación al comportamiento de los precios, la inflación total y las medidas de tendencia han seguido mostrando una trayectoria a la baja, ubicándose en niveles cercanos al límite inferior del rango meta. Entre los meses de octubre y noviembre, el promedio de la inflación total interanual fue 2,2%, inferior al 2,8% observado en el tercer trimestre. Esta disminución se explicó principalmente por la menor tasa de variación interanual de los precios de los servicios, de los alimentos y de la energía. Por su parte, los promedios de la inflación subyacente, de la subyacente X1 y de la inflación núcleo para octubre y noviembre se redujeron a 2,1%, 2,4% y 2,3%, respectivamente (2,7%, 2,5% y 2,7% en el informe de setiembre).

En cuanto a las decisiones de política monetaria, en las reuniones de octubre, noviembre y diciembre, el CEOMA mantuvo la tasa de referencia en 4% anual. En los comunicados del Comité se ha resaltado la moderación sincronizada del crecimiento económico global y la complejidad del panorama económico regional por las tensiones políticas y sociales observadas en el periodo reciente. En el caso de Argentina, las perspectivas de crecimiento se han mantenido frágiles, no obstante, respecto a Brasil los últimos registros de actividad habían mejorado, al tiempo que las previsiones de crecimiento apuntaban a una mayor expansión en el 2020. Por otra parte, la incertidumbre global, que se había mantenido en niveles elevados, principalmente por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, ha atenuado hacia finales de año, luego del acuerdo comercial preliminar entre estos dos países. En el plano doméstico, los indicadores de actividad y de demanda habían mostrado señales de recuperación en el tercer trimestre, mientras que las distintas medidas de inflación continuaron en niveles bajos. No obstante, dado el escenario previsto para las variables macroeconómicas, los modelos de proyección señalaban que el perfil actual de la política monetaria con la tasa referencial en 4% era consistente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección.

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del 2019 se mantuvo en 0,2%, explicado fundamentalmente por el sector terciario (gobierno y otros servicios) y la demanda interna (consumo privado y público). Por su parte, para el 2020, la proyección inicial se sitúa en 4,1%. Por el lado de la oferta, la expansión prevista se debe principalmente a la recuperación

de la producción agrícola, de la generación de electricidad, de las manufacturas y de las construcciones. Adicionalmente, el sector servicios registrará un crecimiento mayor, debido al mejor desempeño esperado para el comercio y los otros servicios. Por el lado del gasto, se prevé un repunte del consumo privado y de las inversiones, como así también un aporte positivo de las exportaciones netas. Por su parte, el consumo público, si bien seguirá creciendo, su incidencia será menor en el 2020.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2019	2020(f)	2020(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>0,4</b>
Agricultura	-6,2	5,0	0,4
Ganadería	-0,5	1,2	0,0
Forestal, Pesca y Minería	-0,7	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>-2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>1,3</b>
Manufactura	-0,9	4,6	0,9
Construcción	0,5	3,7	0,2
Electricidad y Agua	-8,0	2,5	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>2,0</b>
Gobierno General	6,5	4,0	0,4
Comercio	-2,3	3,1	0,3
Otros Servicios	4,5	4,6	1,4
<b>Impuestos</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,0</b>	<b>0,3</b>
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
<b>PIB sin agricultura, ni binacionales</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	

(f) Proyección, (i) Incidencia

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2018	2019	2020 (f)
<b>PIB</b>	<b>3,4</b>	<b>0,2</b>	<b>4,1</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>5,8</b>	<b>0,9</b>	<b>3,7</b>
Formación bruta de capital	11,9	-1,5	3,5
Formación bruta de capital fijo	6,9	-1,5	3,5
Consumo total	4,1	1,7	3,7
Consumo privado	4,3	0,8	3,7
Consumo público	3,0	6,5	4,0
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>1,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>4,8</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>8,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,7</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,2	-1,5	-0,6
FBKF (% del PIB nominal)	19,9	21,3	21,6

Fuente: Banco Central del Paraguay

En el escenario base de la inflación, la proyección de la variación anual del IPC total para el 2019, se ha reducido de 3,2% a 2,8% anual. Esto obedece, principalmente, a que los precios volátiles de la canasta, en el cuarto trimestre, se ubicaron por debajo de lo previsto para ese periodo, lo cual explica una tasa de inflación menor con relación a la presentada en el informe previo. El ajuste, en tres décimas, en la estimación de la inflación subyacente para el 2019 se explica, básicamente, por una depreciación efectiva del tipo de cambio nominal, en el último trimestre, menor a la supuesta en el informe previo para dicho periodo. Este hecho se ha reflejado en menores incrementos de precios de los bienes importados comparados con los del trimestre anterior. Para el año 2020, los pronósticos de la inflación total y de la subyacente se ubican en 3,9% anual. La velocidad de convergencia de la inflación es consistente con la recuperación de la actividad económica (brecha del producto ligeramente positiva), una trayectoria del tipo de cambio real por encima de su valor de equilibrio hasta mediados del próximo año, a lo que se suma, una tasa de interés real de política monetaria por debajo del nivel neutral (condiciones monetarias reales expansivas). Considerando los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación aumentará paulatinamente en los próximos meses ubicándose en torno al 4,0% hacia mediados del próximo año, nivel en el que se mantendrá hasta el horizonte de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2021.



**Proyección de la inflación**  
Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	2,4	3,8	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	2,8	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	2,3	3,8	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	2,8	3,9	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(\*\*\*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2021.

Respecto al escenario de riesgos, en el ámbito internacional se han mitigado algunas de las principales fuentes de incertidumbre que han afectado a las perspectivas de crecimiento mundial. En lo referente a las tensiones comerciales y geopolíticas, Estados Unidos y China han llegado a un acuerdo preliminar denominado de “fase uno”, mientras que, tras los resultados de las elecciones en el Reino Unido, se espera que el *Brexit* se lleve a cabo con un acuerdo. Estos avances podrían reducir los niveles de incertidumbre global, impulsar el comercio internacional y constituirse en un factor favorable para los precios de los *commodities*. Adicionalmente, el sesgo más acomodaticio de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo seguirá contribuyendo con un entorno de financiamiento externo más laxo en los próximos meses. Este escenario implica un panorama externo más alentador para la economía paraguaya, dado que la mayor demanda externa y/o tasas de interés internacionales relativamente más bajas, beneficiarían a Paraguay directamente, como así también a través del efecto positivo que pueden tener sobre los socios comerciales.

Por otra parte, en América del Sur, recientemente se han suscitado una serie de episodios de inestabilidad social y política que han provocado disrupciones en la actividad productiva de ciertos países y han generado una mayor percepción de riesgo en los mismos. En cuanto a los principales socios comerciales de la región, en Argentina las perspectivas de crecimiento se mantienen débiles, mientras que, en Brasil el escenario económico ha estado mejorando y se prevé una mayor expansión en el 2020. Adicionalmente, el nuevo gobierno argentino ha adoptado medidas de políticas económicas que pueden seguir afectando negativamente al comercio fronterizo. En contrapartida, el gobierno brasileño aumentó el límite máximo de compras de brasileños en la frontera paraguaya de USD 300 a USD 500 por persona, lo cual sería un factor positivo para los comercios de las ciudades fronterizas con dicho país.

Evaluando los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Sin embargo, el Comité seguirá monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación al objetivo de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

## Decisiones de Política Monetaria

### Escenario macroeconómico, perspectivas y balance de riesgos del IPoM de setiembre 2019

Como se venía señalando en los informes previos, las expectativas del crecimiento de la economía global se habían reducido para este y el próximo año, fundamentalmente por el debilitado comercio internacional, una menor producción industrial y bajo nivel de inversión. Además, las proyecciones de crecimiento seguían con un sesgo a la baja, dependiente del avance en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y de las tensiones geopolíticas. Bajo este panorama más complejo, varios países avanzados y emergentes habían empezado a adoptar una orientación más acomodaticia en el último periodo.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se había ubicado por debajo de lo verificado en el primer trimestre. Además, el PMI manufacturero continuaba en zona de contracción desde agosto. Así, las perspectivas de crecimiento para el presente año y el siguiente se habían reducido respecto de estimaciones previas. Por otra parte, las medidas de inflación habían permanecido estables durante el tercer trimestre, aunque por debajo de la meta de 2%. Bajo ese escenario, la Reserva Federal redujo el rango referencial de tasas en julio y setiembre, sin descartar recortes adicionales en el cuarto trimestre.

En la Eurozona, persistía el moderado dinamismo de la actividad económica, con un desempeño del segundo trimestre similar, aunque levemente más bajo, que el primero. Algunos resultados favorables se verificaron en algunos componentes de la demanda como consumo de hogares y gobierno y la inversión. El PMI manufacturero seguía en zona de contracción, afectado entre otros factores por un frágil comercio internacional y la incertidumbre del *Brexit*. Bajo este escenario, las proyecciones de crecimiento también fueron revisadas a la baja para este y el próximo año, al tiempo que las medidas de inflación continuaban en niveles bajos, incluso menores que el trimestre previo. En política monetaria, el BCE no había realizado cambios en las tasas de operaciones de refinanciación y facilidad marginal de

crédito durante el tercer trimestre, aunque sí redujo la tasa de facilidad de depósitos en setiembre.

Los datos de crecimiento del China en el segundo trimestre estuvieron en línea con las expectativas del mercado, aunque ligeramente más bajo que el primer trimestre, acorde con un deterioro del sector manufacturero, con un PMI en zona de contracción. Igualmente, se había verificado una disminución del comercio exterior, como resultado de la caída de las importaciones en el segundo trimestre y un frágil desempeño de las exportaciones en el mes de junio. Los pronósticos de crecimiento para el presente año permanecieron sin variaciones con relación al informe previo.

En la región, los registros de crecimiento del producto en Brasil daban cuenta de una mayor expansión en el primer trimestre con relación al segundo, aunque a tasas moderadas. El PMI manufacturero, por su parte, se mantenía en zona de contracción. No obstante, las proyecciones de crecimiento para el año se habían ajustado a la baja, aunque de manera marginal comparado al informe previo. Con relación a los precios, la inflación continuaba en la zona inferior del rango meta, por lo que, el Copom del BCB había reducido la tasa Selic en dos ocasiones durante el tercer trimestre. La actividad económica en Argentina, si bien había mostrado un crecimiento positivo en términos interanuales, la variación fue negativa con relación al nivel registrado en el primer trimestre. Tras las elecciones primarias para presidente del país, el panorama económico se había tornado más complejo, por lo que el BCRA había decidido modificar su plan de crecimiento de agregados monetarios. Bajo este escenario, los pronósticos de crecimiento para el presente año habían sido revisadas nuevamente a la baja.

En el ámbito local, la actividad económica permanecía débil, en parte, debido al impacto de los choques de oferta, principalmente climáticos y al entorno regional que se había vuelto más complejo. En el segundo trimestre, la variación del PIB había resultado de nuevo negativa, continuando afectada, por el lado de la oferta, por las caídas en la producción agrícola, energía eléctrica,

en las construcciones y en la industria manufacturera, aunque el sector servicios se mantuvo con un desempeño favorable. La disminución del PIB, por el lado del gasto, se explicaba principalmente por la demanda interna, siendo la inversión el componente de mayor contribución en la caída. No obstante, los indicadores de corto plazo daban cuenta de una mejora de la actividad económica para el tercer trimestre. Referente a los precios, como se había señalado en informes anteriores, la inflación total y las distintas medidas de tendencia habían registrado niveles inferiores a la meta de mediano plazo desde hacía varios meses.

En las reuniones de Política Monetaria de los meses de agosto y setiembre, el CEOMA había decidido reducir la tasa de política monetaria (TPM), 25 puntos básicos en cada reunión, ubicándola en 4,0% anual. Entre los principales argumentos que sustentan esta decisión, se había señalado que las perspectivas de crecimiento mundial se mantenían con riesgos a la baja, en un entorno de creciente incertidumbre por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China y las tensiones geopolíticas en el Reino Unido, a lo que se había sumado problemas en Arabia Saudita. Bajo ese escenario, la Reserva Federal había adoptado una posición más laxa de su política monetaria, con dos recortes del rango referencial de tasas en sus reuniones de julio y setiembre, situándolo en 1,75%-2,0% anual. Mientras que, el panorama económico en la región seguía complejo, en especial, debido al escenario económico en Argentina. En el ámbito local, si bien, las tasas acumuladas de crecimiento del producto seguían siendo negativas, los indicadores de actividad y de demanda mostraban señales de un mejor desempeño en el margen. Con respecto a la inflación, la variación del IPC total y de las medidas subyacentes, permanecían en la zona inferior del rango meta y, además, de acuerdo a los escenarios alternativos de los modelos de proyección, no se observaban presiones inflacionarias en los próximos meses.

En el escenario base, presentado en el IPoM de setiembre, se había revisado la proyección del PIB para el 2019 de 1,5% a 0,2%. El ajuste más importante, por el lado de la oferta, se había dado en el sector secundario (electricidad y agua, construcciones y manufacturas). Mientras que, en el sector primario, la revisión contempló una mayor caída de la agricultura, aunque compensada, en parte, por un

pronóstico de menor retracción de la ganadería y del subsector forestal, pesca y minería. En el sector terciario, comercio y otros servicios habían sido los sectores ajustados a la baja. Por el lado del gasto, la revisión revelaba fundamentalmente una demanda interna (inversión y consumo privado) más débil, con una corrección a la baja de su tasa de crecimiento. Las exportaciones netas, por su parte, presentaron una incidencia negativa mayor a la prevista en el informe anterior.

Por el lado de los precios, el escenario base contemplaba una reducción de la trayectoria esperada de la inflación total (3,7% a 3,2%), al tiempo que la inflación subyacente se revisaba de 3,6% a 3,1%. La brecha del producto doméstico había permanecido abierta (negativa) en una magnitud mayor a la pronosticada en el informe previo. Al mismo tiempo, los datos realizados de inflación para el tercer trimestre resultaron menores a lo que se había pronosticado para ese periodo. En ese periodo, en toda la región se había verificado una depreciación de las monedas locales y el guaraní siguió esa tendencia, por lo que las correcciones a la baja de las proyecciones de inflación se vieron mitigadas por este efecto, aunque prevalecían los efectos de las holguras de capacidad, por lo que las perspectivas de presiones inflacionarias en el mediano plazo se habían acotado. Bajo ese escenario, las decisiones de una política monetaria más acomodaticia en los últimos meses garantizaban la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. De esta manera, se esperaba que la inflación convergiera gradualmente al 4% a mediados del 2020 hasta el horizonte relevante de política monetaria.

Los escenarios de riesgos en el plano internacional señalaban recortes en los pronósticos de crecimiento de la economía global en los últimos meses con sesgo a la baja. Estos ajustes tienen que ver en gran parte con los efectos de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que no solo han influido negativamente en el comercio internacional, sino que han deteriorado la confianza de consumidores e inversionistas en todo el mundo. A este problema, se sumaban las tensiones geopolíticas y factores idiosincráticos de cada país, que incidían en perspectivas de crecimiento cada vez menores. Con relación a la política monetaria, los principales bancos centrales del mundo habían adoptado

un perfil más acomodaticio, que ha contribuido parcialmente a mitigar la ralentización de la actividad económica.

Por una parte, un escenario económico global que se mantuviera complejo por un tiempo más prolongado, resultaría en un menor impulso de la demanda externa para los países exportadores de materias primas. Menores precios de los *commodities* que podrían derivar de una mayor ralentización de la economía global y, especialmente, de una profundización de la desaceleración de la economía china, podrían tener efectos directos sobre Paraguay, como país exportador de dichos bienes. Además, algunos efectos indirectos podrían surgir en la medida que este contexto más complicado afecte a los principales socios comerciales del país. Por otro lado, la orientación más laxa de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos podría tener efectos positivos, ya que favorecería un contexto de condiciones financieras más holgadas para el financiamiento externo, además, podría implicar menores presiones de debilitamiento de las monedas de los países emergentes frente al dólar, siempre y cuando, la incertidumbre global no propicie un aumento del riesgo hacia los países emergentes.

Posterior a los resultados de las elecciones primarias en Argentina, en panorama económico se volvió aún más complejo, con una reacción significativa de los mercados, que se reflejó en un incremento sustancial de la prima de riesgo país, una caída del mercado accionario y una significativa depreciación del peso argentino. Este último efecto, nuevamente había afectado al diferencial de precios en las zonas fronterizas con respecto a los precios en Paraguay, restando competitividad a los productos de los negocios locales.

En Brasil, las mejores perspectivas de crecimiento para el próximo año, el perfil más laxo de la política monetaria y la aprobación de la reforma del sistema previsional denotaban un escenario más favorable para el crecimiento de mediano plazo. Este mejor panorama podría generar un mayor impulso de las exportaciones paraguayas a dicho país, en particular, de las reexportaciones.

Luego de evaluar los escenarios de riesgos, el CEOMA determinó que el balance de riesgos para la inflación se encontraba en equilibrio.

### Reuniones de octubre, noviembre y diciembre

En la reunión de octubre, el CEOMA siguió destacando que, en el plano internacional, los pronósticos de expansión de la economía mundial habían continuado con correcciones a la baja, tanto en países avanzados como emergentes. Recortes que se debían en gran parte a la incertidumbre sobre el desenlace de las tensiones comerciales y geopolíticas que han venido afectando al comercio internacional y a la confianza de inversionistas y consumidores en el mundo. En el plano regional, el panorama permanecía complejo, sobre todo en Argentina. En Brasil, por su parte, los pronósticos de crecimiento para el año se habían estabilizado en niveles moderados, aunque con mejores perspectivas para el 2020.

En lo interno, los indicadores de actividad habían seguido mostrando signos de recuperación. El indicador de corto plazo de actividad económica verificó crecimientos interanuales, luego de varios meses de variaciones negativas. Sin embargo, en términos acumulados, la tasa continuaba siendo negativa, fundamentalmente por el débil desempeño observado durante el primer semestre del año. En relación a los precios, la inflación total y las medidas subyacentes siguieron registrando un comportamiento a la baja y los modelos de proyección no señalaban presiones inflacionarias para los próximos meses.

En este contexto, el CEOMA consideró que el perfil acomodaticio de la política monetaria era consistente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección, por lo cual decidió mantener la TPM en 4,0% anual.

En noviembre, el Comité destacó que, en el escenario externo, persistía la moderación sincronizada del crecimiento económico global, debido en gran medida por los magros desempeños del sector industrial y del comercio internacional. En ese momento, los avances que se habían logrado con relación a un posible acuerdo comercial entre Estados Unidos y China parecían haberse

enfriado, además, junto con la falta de definición respecto al Brexit, podrían seguir manteniendo la incertidumbre en niveles elevados. En la región, se mencionaba que las tensiones sociales y políticas podrían afectar, en parte, la recuperación prevista para el próximo año.

En el ámbito local, los indicadores de actividad económica y de consumo habían continuado mostrando señales de recuperación de acuerdo a los últimos datos. Con relación a los precios, la inflación total y las medidas de tendencia seguían en niveles bajos, en la zona inferior del rango meta. No obstante, conforme a la trayectoria esperada de las variables macroeconómicas externas e internas, los modelos de proyección daban cuenta de una convergencia gradual de la inflación a la meta en el horizonte relevante de política monetaria.

En ese escenario, el CEOMA decidió que mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,0% anual era lo más apropiado, ya que el perfil acomodaticio de la política monetaria se mantenía compatible con el cumplimiento de la meta de inflación de 4,0% anual en el mediano plazo.

En la reunión de diciembre, el CEOMA resaltó que, en el entorno internacional, algunas de las principales fuentes de incertidumbre que habían afectado a las perspectivas de crecimiento mundial se habían mitigado en el último mes. Referente al conflicto comercial, Estados Unidos y China habían logrado un acuerdo preliminar denominado de fase uno, que podría contribuir a reducir los altos niveles de incertidumbre global y dar impulso al comercio internacional. Con respecto al *Brexit*, luego del resultado de las elecciones en el Reino Unido, se esperaba que se cumpliera el nuevo plazo fijado a través de la firma de un acuerdo. En ámbito regional, se señalaba que las perspectivas de crecimiento en Argentina que continuaban débiles, aunque, los últimos registros de actividad de Brasil habían mejorado, con perspectivas de una mayor expansión en el 2020.

En el plano doméstico, la actividad económica había registrado un crecimiento positivo por cuarto mes consecutivo, señalando una importante expansión interanual en el mes de octubre. Respecto al nivel de precios, la trayectoria de la inflación total y de las medidas de tendencia permanecían en la zona inferior del

rango meta. No obstante, conforme al escenario más probable para las variables macroeconómicas externas e internas, los modelos de proyección indican una convergencia gradual de la inflación a la meta en el horizonte relevante de política monetaria.

En ese escenario, el CEOMA consideró adecuado mantener el actual perfil acomodaticio de la política monetaria, compatible con el cumplimiento de la meta de inflación de mediano plazo y reafirmó su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, a fin de tomar las medidas más oportunas para garantizar la convergencia de la inflación proyectada a la meta de 4,0% anual en el horizonte relevante de proyección.

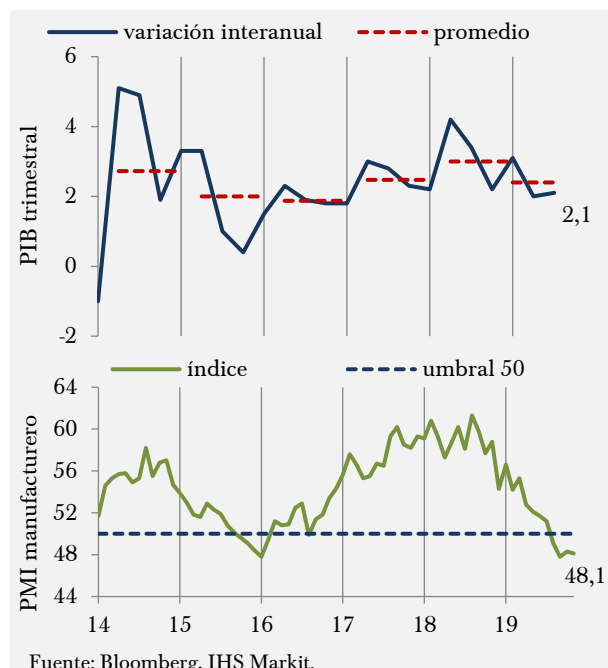
## I. Entorno Internacional y Regional

**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**  
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2019	2020	2019	2020	2021
Mundo	3,1	3,1	3,0	3,1	3,2
EE UU	2,3	1,7	2,3	1,8	1,9
Eurozona	1,1	1,0	1,2	1,0	1,2
China	6,2	5,9	6,1	5,9	5,7
Brasil	0,9	2,0	1,0	2,1	2,5
Argentina	-2,5	-1,1	-2,8	-1,7	1,5
Socios comerciales	0,5	1,4	0,4	1,1	2,3
Socios Mercosur*	-0,8	0,7	-0,8	0,4	2,1

Fuente: Bloomberg  
\*No incluye Venezuela

**Gráfico I.1**  
**Actividad económica de EEUU**



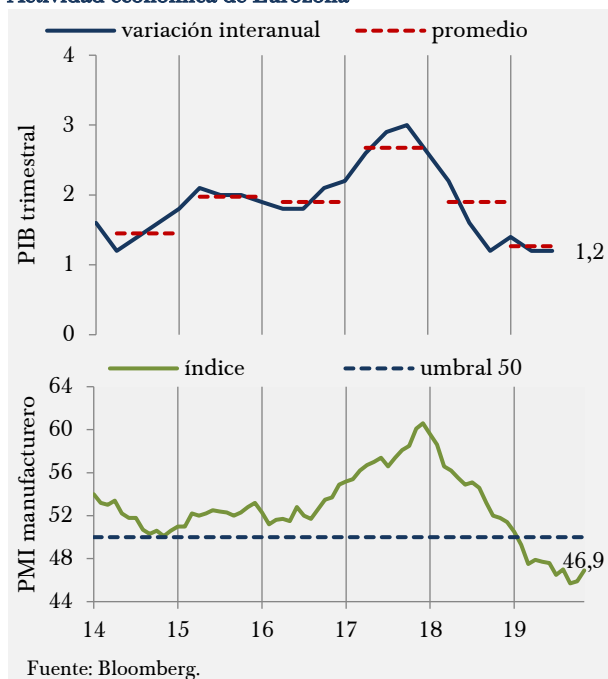
Las estimaciones de crecimiento de la economía mundial se han reducido para este año, mientras que para el próximo se mantuvieron sin cambios respecto al IPoM de setiembre. Las tensiones e incertidumbre que han caracterizado al entorno internacional en el año, se han atenuado en el último trimestre. Entre las principales economías, recientemente Estados Unidos y China han logrado avanzar con un acuerdo preliminar respecto al conflicto comercial. Por su parte, el Reino Unido anunció que se daría un acuerdo con la Unión Europea al efectuar su salida definitiva del bloque. Mientras que, en Sudamérica, eventos políticos y sociales han aumentado la inestabilidad de la región durante los últimos meses de este año. Bajo este escenario, las autoridades monetarias a nivel internacional han mantenido una posición acomodaticia y han hecho uso de sus instrumentos de política con el propósito de asegurar los niveles de liquidez en sus respectivas economías. Con esto continúan laxas las condiciones financieras a nivel internacional.

### Actividad económica

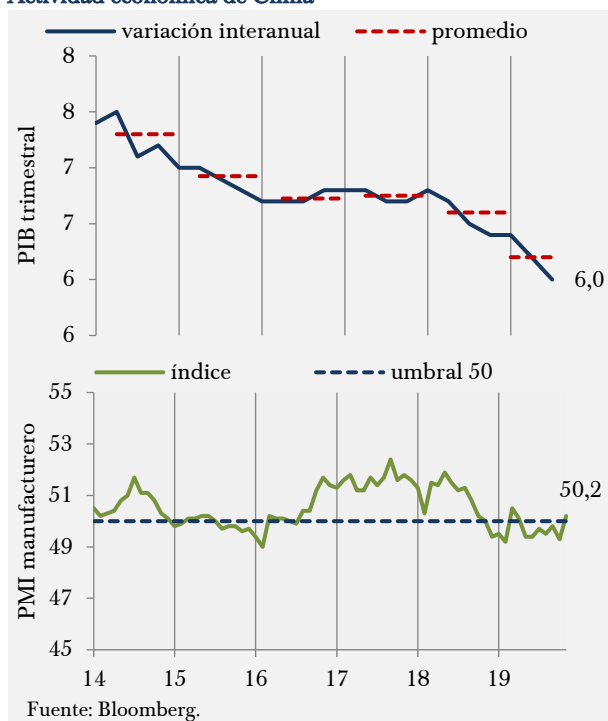
Respecto al último IPoM, se ha notado una leve mejora en la actividad económica en Estados Unidos en el tercer trimestre de 2019, respecto al segundo trimestre. En este periodo, la actividad económica creció a una tasa anualizada de 2,1%, superior a la estimación anterior de 1,9% y a la del segundo trimestre de 2,0% (gráfico I.1). Los factores que han sostenido este nivel de crecimiento de la actividad económica han sido las contribuciones positivas de los gastos de consumo personal, del gasto público, de la inversión residencial, de la inversión privada en inventarios y de las exportaciones. Sin embargo, se ha observado una contribución negativa de la inversión fija no residencial y del aumento de las importaciones que restan al componente de exportaciones netas.

El buen desempeño económico ha fortalecido el mercado laboral en EEUU, con lo cual se han registrado niveles de desempleo por debajo del promedio de los últimos 5 años. Por otro lado, el sector manufacturero continúa mostrando signos de deterioro, las expectativas del sector han sido menores durante el segundo semestre debido a una menor

**Gráfico I.2**  
**Actividad económica de Eurozona**



**Gráfico I.3**  
**Actividad económica de China**

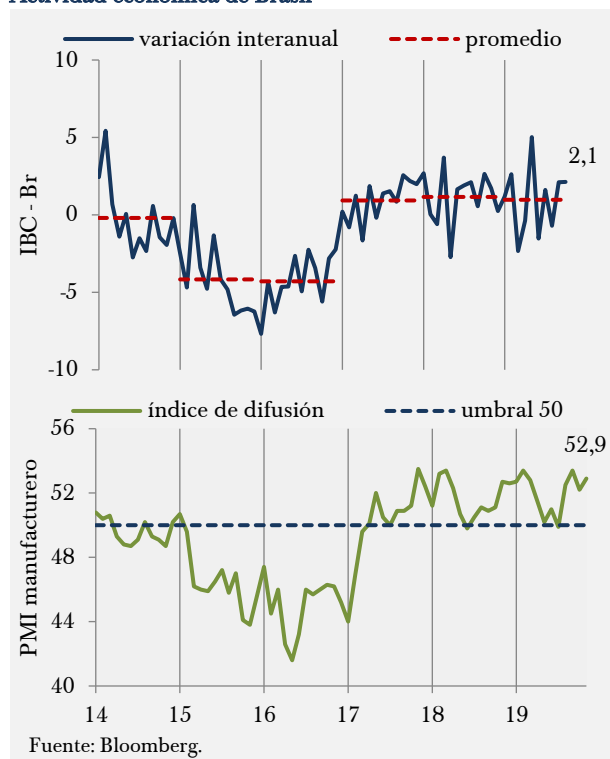


cantidad de pedidos, lo cual ha impactado negativamente en los niveles de inventarios y en la contratación de trabajadores de este sector. El indicador PMI del sector manufacturero registró un nivel de 48,1 en noviembre, lo que significó el cuarto mes de contracciones consecutivas (gráfico I.1). Este resultado fue explicado por una caída de todos los subíndices, excepto el de entregas de pedidos. En cuanto a las expectativas de crecimiento, se estima que la economía americana cierre el 2019 con un crecimiento del 2,3%, y con un menor dinamismo de la actividad económica para el 2020, con tasas de crecimiento del 1,8% (superior al 1,7% reportado en el IPoM anterior) como se puede observar en la tabla I.1.

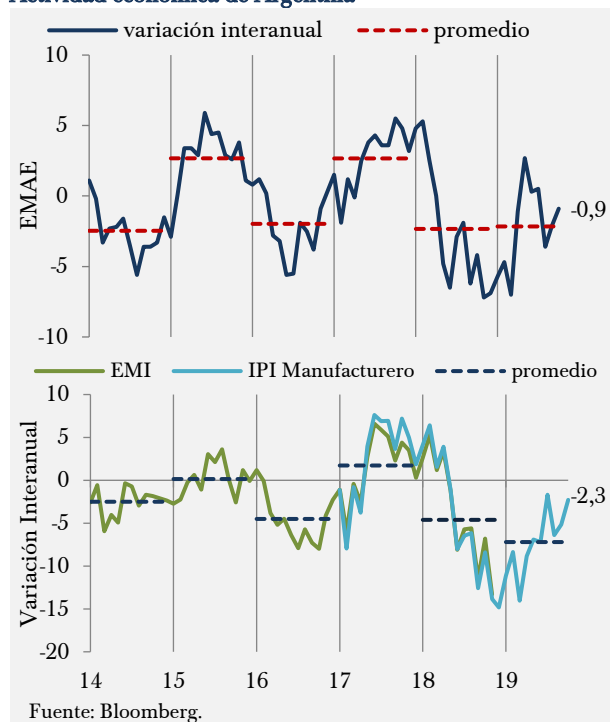
Durante el tercer trimestre, la Eurozona ha mantenido el mismo nivel de crecimiento de su actividad económica que el trimestre anterior. En ambos periodos, el PIB creció a una tasa interanual de 1,2% (gráfico I.2). Se han verificado buenas tasas de incremento del producto principalmente en Eslovenia, Finlandia y Letonia, mientras que la evolución del producto ha sido más moderada en Austria, Italia y Alemania. El crecimiento durante el tercer trimestre se vio explicado principalmente por el buen desempeño del consumo de los hogares, consumo del gobierno y la formación bruta de capital fijo, atenuados por una reducción de los inventarios y un débil rendimiento del sector externo.

Respecto al informe anterior, el PMI del sector manufacturero continúa ubicándose en zona de contracción alcanzando un nivel de 46,9, aunque ha mejorado respecto al mes anterior (45,9), dado que las caídas en la producción y en los nuevos pedidos han sido más leves. Además, cabe señalar que se ha dado una mejora en el indicador del sector manufacturero de Alemania, la principal economía industrial de la zona, y una mejora en el sentimiento empresarial del país. El sector servicios continuó generando más empleo, con lo cual la tasa de desempleo se ha situado en niveles similares a los registrados en el trimestre anterior, con tasas cercanas al 7,5%. Adicionalmente, se ha mitigado la incertidumbre en torno al *Brexit* luego de las elecciones del Reino Unido, donde el Primer Ministro electo anunció que se cumpliría la salida con un acuerdo. Bajo este escenario, respecto al IPoM anterior, la previsión de crecimiento de la Eurozona mejoró de 1,1% a 1,2% para el 2019, mientras que para el 2020 se mantuvo en 1,0%.

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



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



Por su parte, en China, se ha observado un menor dinamismo de la actividad económica en el tercer trimestre, respecto al trimestre anterior. Durante este periodo, la actividad económica se incrementó 6,0% interanual, mientras que en el segundo trimestre creció 6,2% interanual (gráfico I.3). El conflicto comercial con EE.UU. ha impactado en los niveles de actividad económica del país asiático, y se espera que el crecimiento de China para 2019 estimado en 6,1% sea el más bajo registrado desde la década de los 90.

El menor desempeño en la actividad en China es consistente con un deterioro del sector manufacturero, cuyo PMI se ha ubicado en zona de contracción desde mayo. No obstante, en noviembre el indicador se ubicó marginalmente por encima de la zona de contracción en 50,2. Este resultado se debió a los nuevos negocios locales que impulsaron los niveles de producción y al aumento de las nuevas órdenes de exportación, que han elevado las expectativas del sector manufacturero. Así también, se ha verificado una menor dinámica en el nivel de las construcciones y las ventas minoristas, que sopesaron el buen nivel de los servicios.

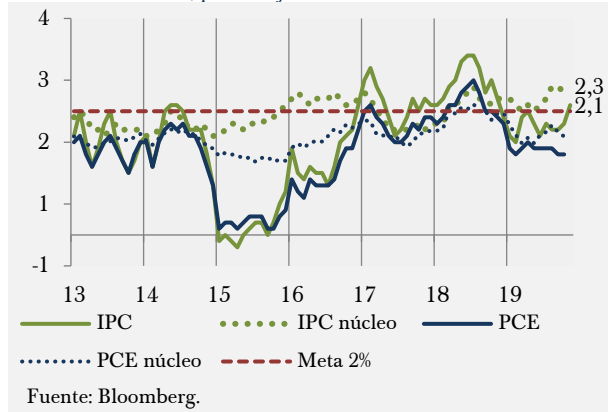
El comercio exterior chino sigue mostrando signos de deterioro. Tanto las exportaciones totales como las importaciones totales se han reducido respecto a las registradas durante el mismo periodo del año pasado. Sin embargo, cabe destacar que a mediados de diciembre EE.UU. y China han llegado a un principio de acuerdo para poner fin al conflicto comercial. Con el acuerdo, se evitó la entrada en vigencia de las tarifas impositivas sobre USD 160 mil millones de importaciones chinas en Estados Unidos que iban a tener efecto a mediados de diciembre y se redujo a la mitad las tarifas impuestas en setiembre sobre productos de consumo. A cambio, China ha acordado mayores compras a Estados Unidos, incluyendo productos agropecuarios, manufactureros y energía. Esto propicia mejores expectativas para el comercio internacional, lo cual a su vez genera perspectivas favorables para la economía global en el 2020. De esta manera, la estimación de crecimiento de la economía china es del 5,9% para el 2020 y podría ser corregida al alza si se da fin a las tensiones comerciales (tabla I.1).

En Brasil, el PIB trimestral registró un crecimiento interanual del 1,2%, marginalmente por encima de la tasa de crecimiento del trimestre anterior (1,1%). Este mejor



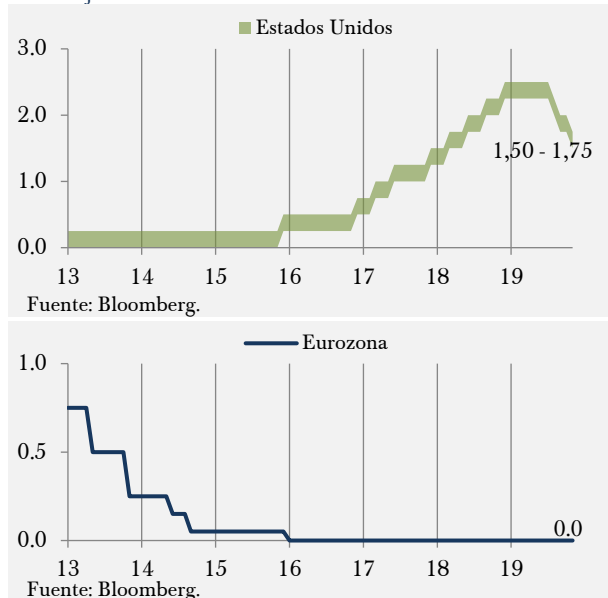
**Gráfico I.6**  
**Inflación en EEUU**

Variación interanual, porcentaje



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

Porcentaje



**Gráfico I.8**  
**Inflación en Eurozona**

Variación interanual, porcentaje



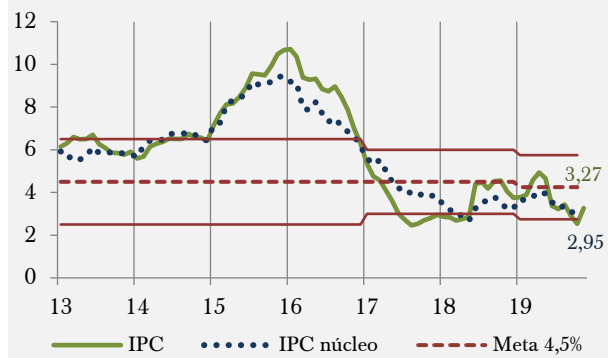
resultado se debió a los aumentos en la formación bruta de capital fijo y el consumo de los hogares, mientras que el gasto del gobierno disminuyó y el sector externo se deterioró. Las expectativas de crecimiento para el año 2019 han mejorado respecto al IPoM anterior, pasando de 0,9% anual a 1,0%. La mejora en las expectativas de crecimiento se debe al paquete de reformas económicas que está llevando adelante el gobierno, así como a las buenas expectativas de producción del sector manufacturero. Asimismo, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) muestra signos de recuperación en setiembre y octubre, ambos registrando variaciones interanuales del 2,1%. El PMI manufacturero continúa en zona expansiva, registrando en el mes de noviembre un nivel de 52,9, apoyado principalmente en los nuevos pedidos para el mercado interno y en el aumento de los niveles de producción (gráfico I.4). Para el próximo año se espera que la economía brasileña continúe expandiéndose a un ritmo de crecimiento del 2,1% interanual.

En Argentina, la actividad económica continúa mostrando signos de deterioro. El PIB del tercer trimestre registró una caída del 1,7% interanual, explicada por una retracción en la producción de la industria manufacturera, construcción, electricidad, gas y agua, comercio, intermediación financiera, entre otros sectores (lado de la oferta). Por el lado del gasto, la variación negativa se debió principalmente a las caídas del consumo privado y de las inversiones. Asimismo, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina sigue mostrando una contracción del 0,9% interanual en octubre (gráfico I.5). La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), cayó 2,3% interanual en octubre, principalmente a consecuencia de la disminución en la producción de automóviles y partes, de productos de metal, minerales no metálicos y prendas de vestir.

Por otro lado, desde comienzos de diciembre, el escenario político ha cambiado y el nuevo gobierno ha comenzado a anunciar nuevas medidas de política para hacer frente a la situación económica en Argentina. En este contexto, las perspectivas de crecimiento para este país se han vuelto a revisar a la baja desde el último informe (-2,5% para 2019 y -1,1% para 2020), situándose en -2,8% para el 2019 y en -1,7% para el 2020 (tabla I.1).

**Gráfico I.9**  
**Inflación en Brasil**

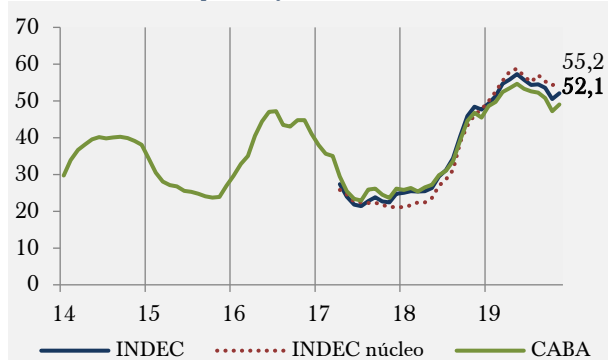
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.10**  
**Inflación en Argentina**

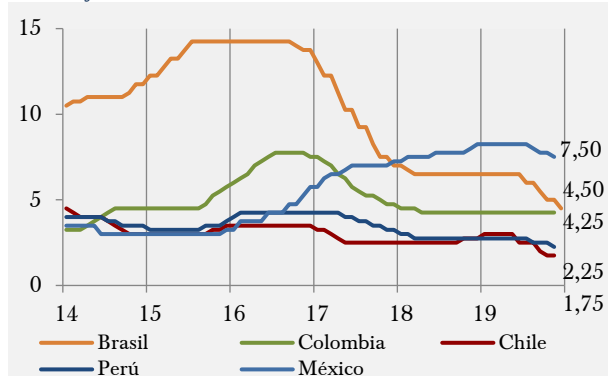
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.11**  
**Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación**

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

## Inflación y Política Monetaria

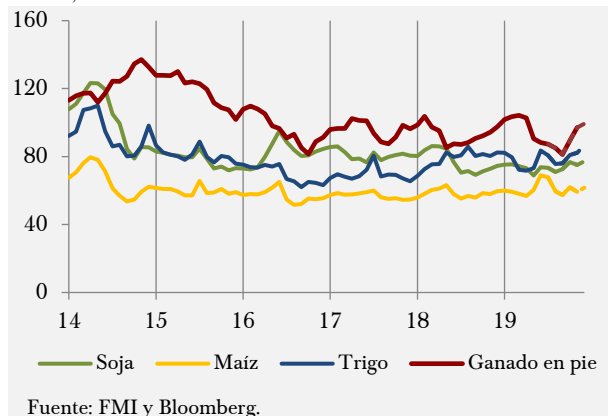
En EE.UU., durante los últimos meses se registraron aumentos en los niveles de inflación, medidos por el IPC (gráfico I.6). En noviembre, el nivel general de precios aumentó 2,1% en términos interanuales, explicado principalmente por incrementos de precios de los alimentos, el alojamiento y los servicios médicos. Por su parte la inflación núcleo se situó en 2,3% interanual. En cuanto a la inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (*PCE*, por sus siglas en inglés), aumentó en noviembre 1,5% interanual, mientras que el PCE núcleo se incrementó 1,6%. Bajo este contexto, la inflación en EE.UU. sigue moderada y cercana a la meta del 2,0% (gráfico I.6).

Respecto a las decisiones de política monetaria, en octubre, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ha reducido el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 1,50% - 1,75% y lo ha mantenido sin variaciones en su reunión de diciembre (gráfico I.7).

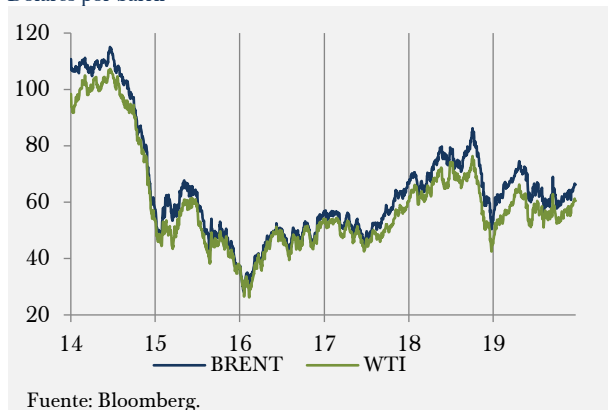
En la Eurozona, la tasa de inflación ha mostrado en general una trayectoria descendente a lo largo de 2019, aunque se observa un repunte en noviembre ubicándose en 1,0% interanual. La inflación anual fue explicada por un aumento de precios en los rubros de alimentos, alcohol y tabaco; servicios y bienes industriales no energéticos; mientras que fue atenuada principalmente por la reducción de los precios en el sector energético. La inflación núcleo llegó al 1,3% anual (gráfico I.8). De momento, todavía no se nota una convergencia clara de la inflación a la meta, por lo que se espera que la posición acomodaticia del BCE se mantenga. En este sentido, desde fines de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variación sus tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,50%, respectivamente (gráfico I.7). Adicionalmente, ha vuelto a iniciar su programa de compra de activos, con el fin de reforzar su perfil acomodaticio.

En la región, la inflación de Brasil fue 3,3% interanual en noviembre de 2019, superior a lo observado en octubre (2,5%). Esto indica un cambio en la tendencia de la inflación de este país, ya que de marzo a septiembre de este año se había notado una moderación en los niveles de precios, tendencia que ha sido revertida en los últimos meses. Este

**Gráfico I.12**  
**Precios de *commodities***  
Índices, enero 2012 = 100



**Gráfico I.13**  
**Precio del petróleo (Brent y WTI)**  
Dólares por barril



**Gráfico I.14**  
**Rendimientos de los bonos de Estados Unidos**  
Rendimientos (%)



aumento fue explicado por incrementos en los niveles de precios de los gastos personales, los alimentos y el costo del alojamiento. Por otro lado, la inflación núcleo cerró en 2,95% en octubre (gráfico I.9). El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) redujo la tasa Selic a 5% en octubre y pese a la suba de precios que se dio en noviembre, continuó teniendo espacio para reducir la tasa de interés de referencia, situándola en diciembre en 4,50%. Se espera que durante principios de 2020 el Banco Central vuelva a reducir la tasa de interés de referencia.

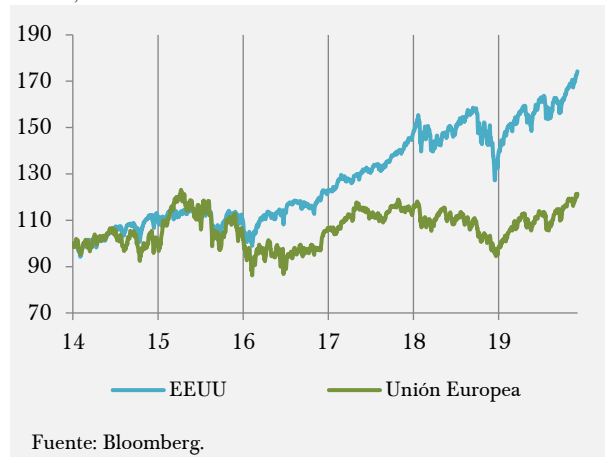
Respecto a Argentina, si bien se había notado una disminución en los niveles de inflación desde el último IPoM, la misma repuntó levemente en noviembre, situándose en 52,1% interanual (gráfico I.10). Asimismo, se ha observado una depreciación del peso argentino respecto al dólar americano, especialmente días antes de las elecciones presidenciales de octubre. Ello llevó al Banco Central de la República Argentina (BCRA) a profundizar los controles cambiarios, reduciendo de USD 10.000 a USD 200 el monto máximo que los individuos pueden comprar sin autorización previa, y requiriendo que las empresas exportadoras liquiden sus dólares recibidos en el mercado de cambios en plazos de cinco días hábiles de haber percibido dichos ingresos. En lo que va del año, Argentina aún no ha recibido el desembolso del FMI que se esperaba para el cierre de 2019 y se tiene dudas de si el gobierno de Alberto Fernández hará uso de los más de USD 11.000 millones que forman parte del acuerdo *stand by* con el Fondo Monetario Internacional. Adicionalmente, el BCRA ha decidido modificar el límite inferior de las Leliq para octubre y noviembre, así como ha establecido la meta de crecimiento de la base monetaria en 2,5%.

En los demás países de la región, al último trimestre del año, las tasas de política monetaria de Chile, México y Perú se han reducido a 1,75%, 7,50% y 2,25%, respectivamente desde el último IPoM. En la región, los Bancos Centrales han adoptado una política monetaria más laxa, especialmente, desde el segundo semestre de este año, teniendo en cuenta las bajas presiones inflacionarias y con el propósito de estimular la actividad económica. Por otra parte, el Banco de la República de Colombia ha mantenido su tasa de referencia sin cambios, en 4,25% (gráfico I.11).

### Gráfico I.15

#### Mercados bursátiles internacionales

Índices, enero 2015 = 100



### Gráfico I.16

#### Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales

Índice DXY (\*)



## Materias primas

Los *commodities* agrícolas han mostrado mejoras en sus cotizaciones al cierre del año. El precio de la soja ha mostrado signos de recuperación en Chicago, aumentando un 6,3% respecto al IPoM anterior. Así también, la cotización de la oleaginosa ha mejorado en Rosario, incrementándose 5,1% respecto a la cotización registrada en el último informe. Los recientes acuerdos preliminares entre EE.UU. y China, así como la baja producción agrícola en EE.UU. han impulsado al alza los precios de la soja a nivel internacional. Asimismo, durante los últimos meses, se ha notado una recuperación en las cotizaciones del trigo (14,0%) y ganado en pie (22,3%); mientras que el maíz ha mejorado su precio un 7,3% respecto al último IPoM (gráfico I.12). Bajo este contexto, se espera que los precios de los *commodities* agrícolas se mantengan en los niveles actuales (o con leves mejoras) a principios del 2020.

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, los mismos han aumentado respecto al IPoM anterior. Esto a consecuencia del inicio del invierno boreal y las expectativas de que se den recortes en la producción del crudo en la próxima reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), a inicios del 2020. En comparación con los precios observados a fines de setiembre de 2019, el precio del petróleo Brent aumentó 9,0%, mientras que el de WTI aumentó 11,8% (gráfico I.13). En cuanto a las perspectivas para el 2020, se espera que los precios aumenten durante los primeros meses del año, a consecuencia de una recuperación de la demanda y una disminución de la producción.

## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años han aumentado en torno al 8% y 5%, respectivamente, en diciembre, con respecto a los valores de setiembre (gráfico I.14). Esto se ha dado pese a la posición acomodaticia de la Reserva Federal, dado el primer acuerdo entre China y EE.UU., que ayudará a incrementar el comercio entre ambos países.

Los principales índices de bolsas de EE.UU. y de la Eurozona han continuado su trayectoria ascendente desde el último IPoM. En EE.UU. los indicadores de desempeño del

mercado bursátil han alcanzado nuevamente máximos históricos, impulsados por la disminución de la aversión al riesgo, y el buen desempeño de las empresas que cotizan en bolsa. Con esto, se pudo observar un aumento del 8,2% del S&P500 desde el IPoM anterior (gráfico I.15). De la misma manera, el Euro STOXX 50 se encuentra 6,9% por encima del nivel reportado en el informe anterior. Sin embargo, no se descarta un aumento de la volatilidad en los mercados europeos tras la salida del Reino Unido, la que se espera que se concrete a fines de enero del 2020.

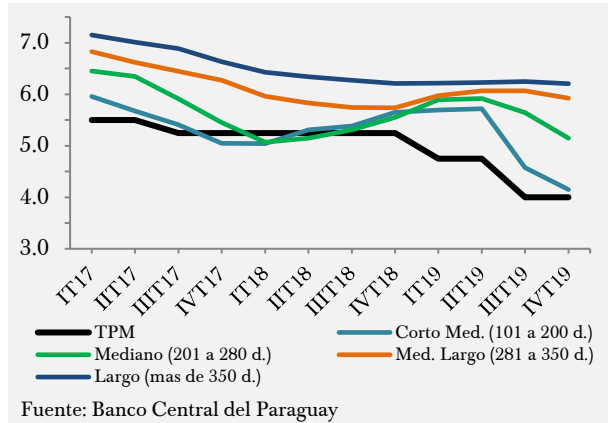
En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció un 1,6% (gráfico I.16). Esto como respuesta a las medidas de estímulo que está realizando la Reserva Federal a la economía americana, la disminución de la incertidumbre a nivel global y las señales de recuperación de algunas economías emergentes.

## II. Mercados Financieros

**Gráfico II.1**

**Tasas de política monetaria y de IRM**

Porcentaje

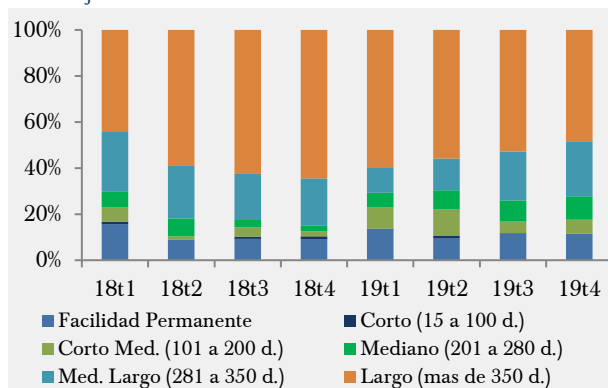


Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.2**

**Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días**

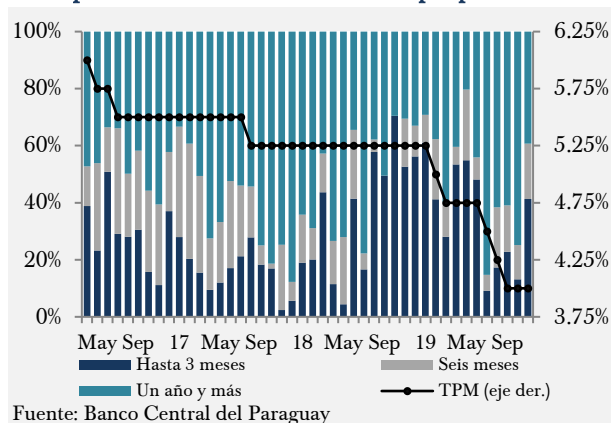
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.3**

**Participación en la demanda de las LRM por plazos**



Fuente: Banco Central del Paraguay

### Política Monetaria

En el plano internacional, persistió la moderación sincronizada del crecimiento económico global, explicada principalmente por magros desempeños de los sectores industrial y de comercio internacional. Los avances sobre un posible acuerdo comercial entre Estados Unidos y China parecían haberse detenido, por lo que las tensiones siguieron latentes y la confianza de inversionistas y consumidores se vieron afectadas, con una tendencia a la baja en los meses de octubre y noviembre.

En el ámbito regional, el panorama económico se mantuvo complejo, sobre todo de Argentina. Respecto a Brasil, las perspectivas de crecimiento para el 2019 se estabilizaron en niveles moderados, aunque se prevé un mejor resultado para el 2020. Por otro lado, las recientes tensiones sociales y políticas observadas en algunos países podrían afectar, en parte, la recuperación prevista de la región el próximo año.

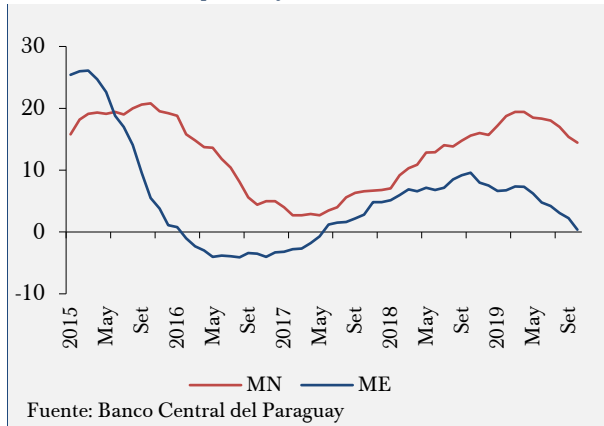
En cuanto a la economía local, los indicadores de actividad económica y de consumo han seguido mostrando algunos signos de recuperación. Con respecto a los precios, la inflación total y las medidas de tendencia permanecieron en niveles bajos, en la zona inferior del rango meta. Dado este escenario, el Comité Ejecutivo de Operaciones Monetarias (CEOMA), consideró apropiado mantener la tasa de política monetaria en 4,0% anual en las reuniones del último trimestre del 2019.

### Instrumentos de Regulación Monetaria

En el cuarto trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de 281 a 350 días (Mediano-Largo), 101 a 200 días (Corto-Mediano), 201 a 280 días (Mediano) y Facilidad Permanente, en detrimento de los demás plazos. Así, la participación en el cuarto trimestre del plazo Mediano-Largo fue 24,0%, del plazo Corto-Mediano fue 6,1%, del Mediano plazo fue 10,1% y de la Facilidad Permanente fue 11,5%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 2,79 p.p., 1,06 p.p. y 0,88 p.p. para los plazos Mediano-Largo, Corto-

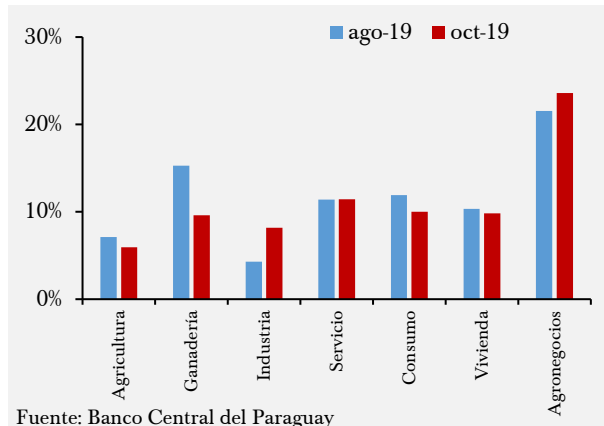
**Gráfico II.4**  
**Evolución del Crédito**

Variación interanual, porcentaje



**Gráfico II.5**  
**Créditos por sectores**

Variación interanual



**Gráfico II.6**  
**¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?**



Mediano y Mediano, respectivamente, en relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2).

Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se incrementó en 2,2% en relación al tercer trimestre de 2019, explicado por el aumento de las colocaciones en títulos de los plazos Mediano-Largo (3,3 p.p.), Corto-Mediano (1,2 p.p.), Mediano (1,1 p.p.) y Facilidad Permanente (0,04 p.p.). Por su parte, aquellos de plazo Largo y los de plazo Corto registraron una incidencia negativa, 3,4 p.p. y 0,05 p.p.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el cuarto trimestre del año se registró mayor apetito por los instrumentos de 1 año y más. Así, en el cuarto trimestre de 2019 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 22,6% del total, de 6 meses representó el 14,5% y la de 1 año y más representó el 62,9% (gráfico II.3).

### Condiciones Financieras

Los créditos han continuado expandiéndose en los últimos meses, aunque a un menor ritmo. Así, en octubre de 2019, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 14,4%, inferior a la registrada en agosto pasado (17,0%) y los créditos en moneda extranjera han mostrado un incremento de 0,4% interanual, por debajo del 3,1% observado en agosto de 2019 (gráfico II.4).

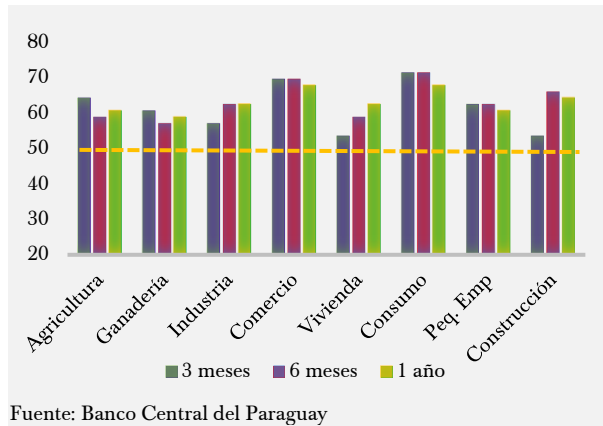
Por su parte, los depósitos han registrado un mayor ritmo de crecimiento en los últimos meses. En octubre, la variación interanual se situó en 11,1%, superior al 7,4% observado en agosto de 2019.

En términos sectoriales, considerando el total del crédito, se ha observado una moderación en el crecimiento de los préstamos destinados a la agricultura, a la ganadería, consumo, vivienda, entre otros. Por su parte, los créditos orientados a la industria, a los servicios y a los agronegocios han mostrado un mejor resultado respecto al informe anterior (gráfico II.5).

En línea con la moderación de la expansión del crédito, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito, del tercer trimestre del año 2019, muestran que el 21,4% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos. Esta tasa es inferior

**Gráfico II.7**

**Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito**  
Índice de difusión

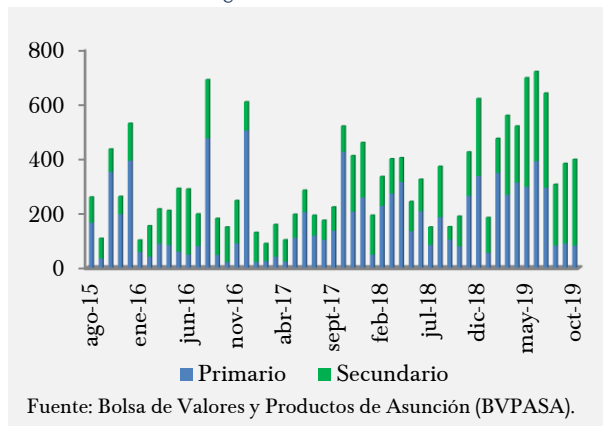


Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.8**

**Volumen negociado en la BVPASA**

En miles de millones de guaraníes

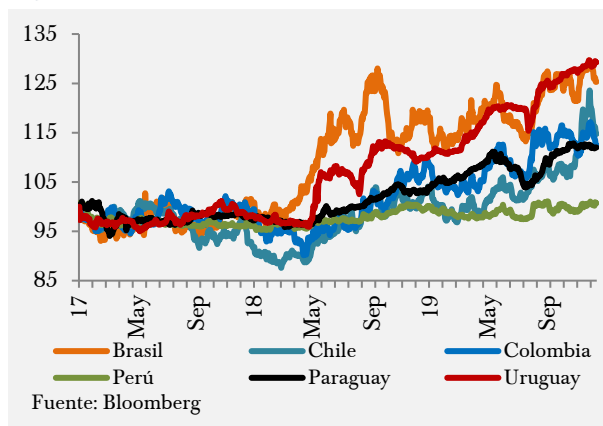


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA).

**Gráfico II.9**

**Tipo de cambio nominal respecto al dólar**

Índice ene-2017=100



Fuente: Bloomberg

a la observada en el mismo periodo del 2018 (66%), (gráfico II.6).

Sin embargo, las expectativas para la concesión del crédito se mantienen en la zona de expansión, mientras que los índices de situación y confianza se encontraron en zona de contracción. A nivel sectorial, las expectativas para la concesión de créditos a 3, 6 y 12 meses permanecen en zona de expansión. La encuesta revela que las mejores perspectivas, corresponden a los sectores de Consumo, Comercio, Pequeña Empresa, Agricultura y Construcciones (gráfico II.7).

### Mercado bursátil

El total negociado al mes de octubre en la bolsa de valores registró un incremento acumulado de 76,60%. Este resultado se explicó por el aumento de las operaciones de renta fija (60,15%), de derivados (2.627,41%), de instrumentos de reporto (799,02%), y renta variable (44,28%). Por otro lado, del total negociado en los diez primeros meses del año, el 45,62% correspondió a transacciones en el mercado primario y 54,38% al mercado secundario (gráfico II.8).

Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija (83,72% a octubre de 2019). Del total de transacciones en octubre la distribución es la siguiente: Bonos Corporativos 26,8%, Bonos Financieros 16,4%, Bonos Subordinados 9,6%, Acciones 13,2%, Bonos Públicos 28,7%, Bonos Bursátiles de Corto Plazo 3,83%, Futuros 1,33%, Títulos de Crédito 0,05% y Cuotas de Participación 0,017%.

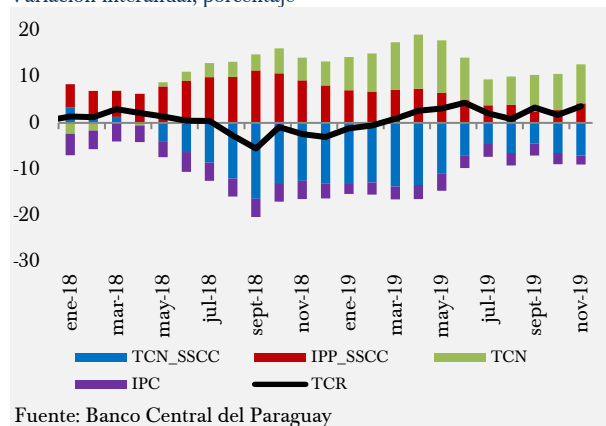
En octubre, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 8,86%, mientras que en moneda extranjera la tasa se ubicó en 6,88%.

### Tipo de cambio

En el cuarto trimestre del año, las monedas de la región que presentaron depreciaciones en relación a las cotizaciones registradas a finales del pasado trimestre fueron el peso chileno (5,55%), el peso uruguayo (2,54%), el guaraní (0,97%) y el sol peruano (0,67%). En tanto que, el peso colombiano y el real brasileño se apreciaron en 2,93% y 0,94% respectivamente. (gráfico II.9).



**Gráfico II.10**  
**Tipo de cambio real multilateral**  
Variación interanual, porcentaje



Por otra parte, en noviembre de 2019, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 3,6% con respecto al mismo mes del año anterior y 5,0% con respecto a diciembre de 2018 (gráfico II.10). El resultado interanual se explicó principalmente por la mayor depreciación de la moneda local con respecto a la de los socios comerciales y la mayor inflación de los socios comerciales con relación a la de Paraguay.

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

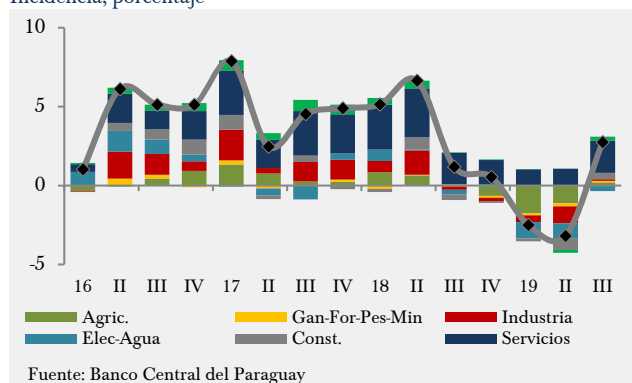
Sectores	Pond. 2018	2018				2019		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	5,7	7,1	7,3	-1,2	-9,2	-14,5	-12,9	3,5
Ganadería, forestal, pesca y minería	3,4	-6,6	1,4	2,2	-4,4	-5,4	-6,1	3,1
Industria	19,9	3,8	8,1	-1,0	-1,0	-2,2	-5,6	0,4
Electricidad y agua	7,5	8,6	0,6	-3,6	1,0	-11,9	-12,0	-4,6
Construcción	6,4	-3,3	13,4	-5,1	-2,3	-3,3	-12,0	6,3
Servicios	49,2	6,5	6,6	4,2	3,1	2,3	2,3	4,2
Impuestos a los productos	8,0	6,0	6,4	0,5	0,5	0,1	-2,4	3,1
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,8</b>
PIB sin Agric. y sin Bin.	89,2	4,7	7,2	1,8	1,5	0,6	-1,6	3,3

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

**PIB: Sectores de Oferta**

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

**PIB: componentes de demanda**

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2018	2018				2019		
		I	II	III	IV	I	II	III
Consumo total	77,9	7,1	4,5	2,4	2,8	0,4	1,1	3,1
Consumo hogares	67,0	7,1	4,8	2,2	3,3	-0,2	0,4	2,8
Consumo gobierno	10,9	6,8	2,5	3,4	0,4	4,3	5,7	5,3
FBK	22,0	13,5	4,5	45,4	-4,6	-6,8	-19,6	3,0
FBKF*	20,4	5,3	14,8	3,3	5,0	-7,9	-16,6	-4,2
Exportaciones	37,0	-1,3	21,2	-12,7	4,8	-3,8	-4,2	1,5
Importaciones	36,9	8,5	14,7	6,2	7,0	-0,7	-6,0	2,5
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,8</b>

\*Representa el 65% de la FBK

Fuente: Banco Central del Paraguay

#### Actividad y demanda

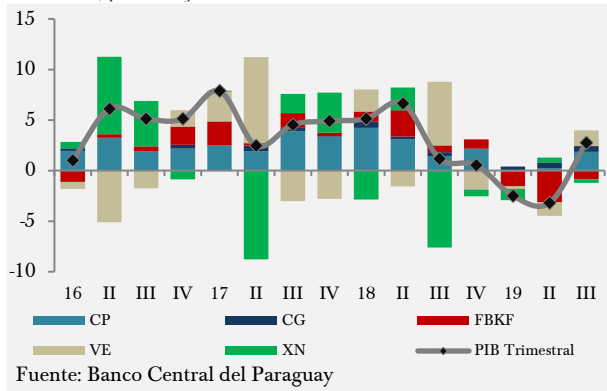
En el tercer trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 2,8% (1,2% en el tercer trimestre del 2018). Por el lado de la oferta, este resultado fue explicado por el desempeño favorable de los servicios, la construcción, la agricultura y la ganadería. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia fueron el consumo del gobierno y el consumo de los hogares. Con este resultado, la tasa de variación acumulada al tercer trimestre de 2019 es de -1,1%.

El sector de los servicios continúa mostrando un desempeño favorable. En el tercer trimestre, el sector creció 4,2% en términos interanuales, sostenido por los resultados positivos observados en los servicios gubernamentales, los servicios a los hogares, las telecomunicaciones y el comercio. Asimismo, otras actividades que han registrado un buen desempeño fueron la intermediación financiera, hoteles y restaurantes, los transportes y los servicios a las empresas. Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula un crecimiento de 2,9%.

El sector de la construcción mostró una recuperación importante con relación a los periodos anteriores, con un crecimiento interanual de 6,3% en el tercer trimestre. Con este resultado, el sector acumuló una variación de -3,1% al mes de setiembre. El comportamiento de la actividad en el tercer trimestre estuvo explicado por el mayor dinamismo observado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. En este escenario, se ha observado un importante crecimiento en la demanda de los principales insumos empleados por el sector, como el cemento y el asfalto. Asimismo, las mejores condiciones climáticas también han coadyuvado al desempeño de este sector durante el tercer trimestre.

Por su parte, el sector agrícola presentó un crecimiento de 3,5% con respecto al mismo trimestre del año 2018 (según los últimos registros oficiales del MAG), explicado fundamentalmente por los mejores niveles de producción de la soja en la campaña 2019/2020, acompañado de otros rubros agrícolas como el maíz, el arroz, el sésamo, el poroto y la canola. No obstante, estos resultados han sido parcialmente atenuados por los desempeños desfavorables registrados en la

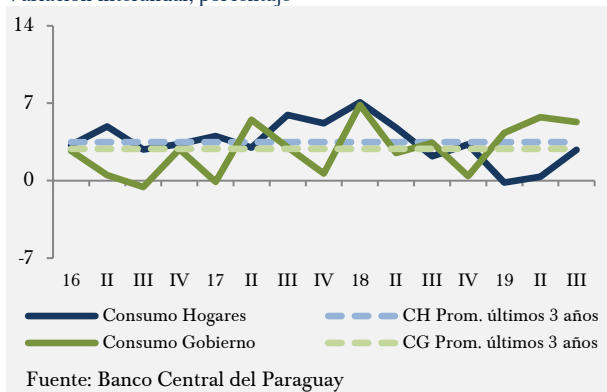
**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencia, porcentaje



producción de caña de azúcar y trigo (tabla III.1). Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula una variación de -10,3%.

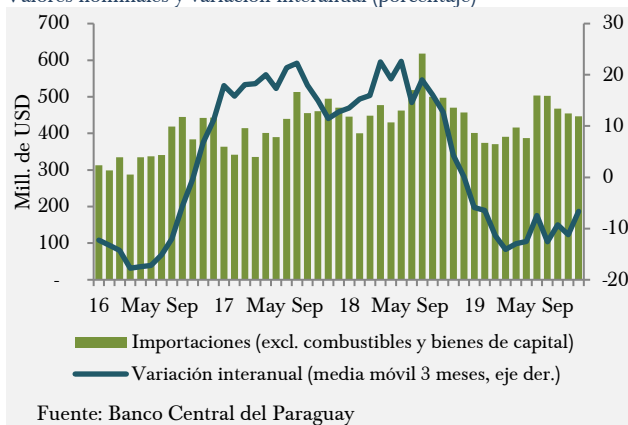
El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó un incremento interanual de 3,1% en el tercer trimestre, explicado principalmente por un mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, aves de corral y producción de otros productos pecuarios. Asimismo, se han observado también desempeños favorables en la minería, en línea con la mayor dinámica de las construcciones. Este sector ha acumulado una variación de -2,7% al cierre del tercer trimestre de 2019.

**Gráfico III.3**  
**Consumo total**  
Variación interanual, porcentaje



La actividad manufacturera presentó un leve crecimiento interanual de 0,4%. Se observó un mejor desempeño de la producción de químico-farmacéuticos, producción de carne, lácteos, minerales no metálicos, metales comunes y otros alimentos. No obstante, se han observado resultados desfavorables en bebidas y tabaco, textiles y prendas de vestir, producción de madera, cuero y calzados, aceites, maquinarias y equipos. Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula una variación de -2,5%.

**Gráfico III.4**  
**Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)**  
Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



Por otra parte, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de -4,6%. Este desenvolvimiento ha sido el resultado de la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, que sigue siendo explicada por el menor caudal hídrico del río Paraná. No obstante, dichas disminuciones han sido parcialmente atenuadas por los incrementos verificados en la distribución de energía eléctrica y agua. La variación acumulada del sector al tercer trimestre se ubica en -9,8%.

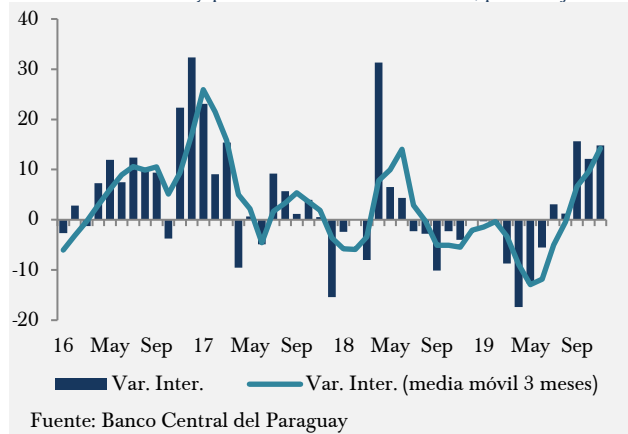
Desde la perspectiva del gasto, en el tercer trimestre de 2019 el crecimiento del PIB fue sostenido por la demanda interna (incremento interanual de 3,1%). Entre los principales componentes de la demanda interna, se destaca el aumento interanual de 3,1% del consumo total.

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones positivas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual de 2,8%, acumulando un crecimiento de 1,0% al tercer trimestre del año. El consumo de los hogares fue impulsado por los gastos en bienes no durables, como compras de alimentos y combustibles; gastos en servicios, como salud, educación y recreación y, en menor medida, por los bienes durables, como equipamientos del

**Gráfico III.5**

**Indicador del sector construcción**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



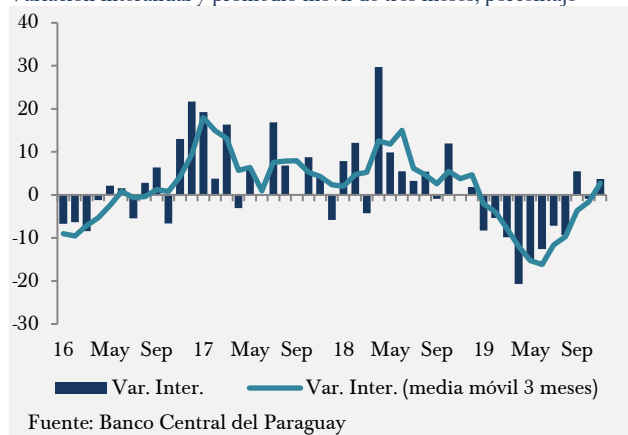
hogar. Por su parte, el consumo público verificó un crecimiento de 5,3% en términos interanuales, mostrando esta trayectoria positiva por décimo trimestre consecutivo y acumulando un crecimiento de 5,1% al tercer trimestre del año.

La formación bruta de capital fijo (FBKF), en cambio, ha registrado una variación interanual de -4,2%. Este desempeño estuvo influenciado principalmente por el menor nivel de la inversión en maquinarias y equipos, que en gran medida ha sido afectada por la caída de los precios de los *commodities* y la menor producción agrícola en la zafra 2018/2019. Sin embargo, el aumento de las construcciones atenuó la caída de la FBKF.

**Gráfico III.6**

**Indicador de la inversión total**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

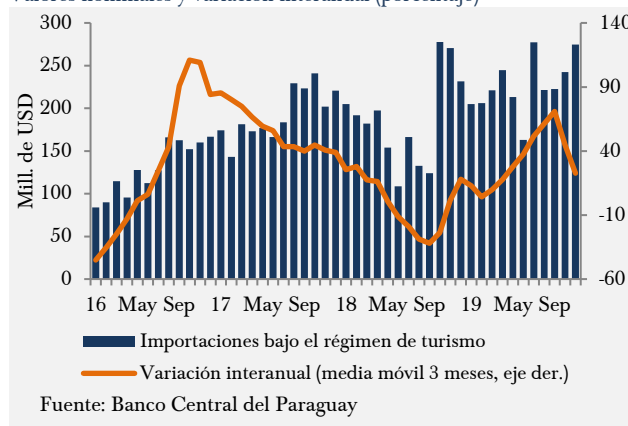


Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios han presentado un crecimiento interanual de 1,5%, resultado que se explica por los incrementos observados en las exportaciones de cereales (maíz y trigo), carne bovina, productos farmacéuticos y de plásticos. No obstante, el resultado favorable fue atenuado por las reducciones verificadas en las exportaciones de soja, energía eléctrica, aceites y carnes de ave. A su vez, las importaciones de bienes y servicios han aumentado interanualmente en 2,5%, debido a los mayores niveles de las importaciones bajo el régimen de turismo, productos farmacéuticos, productos de plásticos, textiles y prendas de vestir. Sin embargo, se registraron caídas en la importación de vehículos automotores, combustibles y lubricantes, productos del hierro, productos metálicos y productos de papel.

**Gráfico III.7**

**Importaciones bajo el régimen de turismo**

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



De esta manera, la demanda interna fue el componente que más efecto tuvo en el crecimiento del PIB del tercer trimestre del 2019, con una incidencia de 3,1 puntos porcentuales (p.p.), principalmente debido al consumo total, que registró una incidencia de 2,4 p.p., atenuada parcialmente por la formación bruta de capital fijo con una incidencia de -0,9 p.p. Por su parte, las exportaciones netas tuvieron una incidencia de -0,4 p.p. en la variación del PIB.

Finalmente, conforme a los indicadores de corto plazo, se sigue observando una mejora de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2019.

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

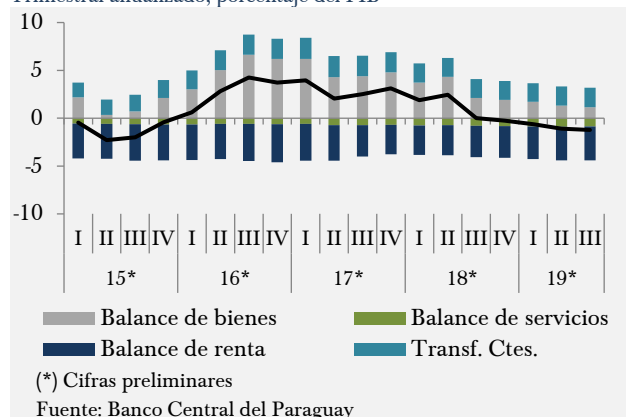


Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2018*	2019*	2020 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>-80,2</b>	<b>-597,5</b>	<b>-258,0</b>
Balanza Comercial	813,1	208,0	456,1
Exportaciones	13.730,6	12.346,5	13.162,3
Importaciones	-12.917,5	-12.138,6	-12.706,2
Servicios	-333,6	-336,7	-329,9
Renta	-1.361,1	-1.275,0	-1.191,3
Transferencia Corriente	801,5	806,3	807,1
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,6</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Cuenta Corriente

Con relación al IPoM de setiembre, la estimación del saldo de la cuenta corriente para el 2018 se ajustó de USD 8,6 millones (0,0% del PIB) a USD -80,2 millones (-0,2% del PIB), explicado principalmente por una revisión a la baja en los datos de las exportaciones y, en menor medida, por una actualización en los datos de la balanza de renta.

Asimismo, el saldo de la cuenta corriente del año 2019 fue revisado a la baja, teniendo en cuenta los datos observados de la balanza comercial, particularmente de las exportaciones, como así también la actualización de las estimaciones de los otros componentes de la cuenta corriente. En este IPoM se prevé un déficit de USD 598 millones (-1,5% del PIB), superior al presentado en el informe de setiembre (USD 420 millones o -1,1% del PIB).

Como se había señalado en el informe anterior, el factor climático adverso afectó significativamente a la producción agrícola y a la generación de electricidad durante el 2019. Además, los precios de los *commodities* de exportación se redujeron con respecto al año 2018, amplificando el impacto negativo sobre los ingresos por exportación. Actualmente, se estima una caída del 10,1% de las exportaciones para el 2019. Por otro lado, la debilidad en la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión se reflejó en los registros de las importaciones. En este informe, se estima una retracción de 6% de las importaciones para el 2019.

Sin embargo, para el siguiente año, los pronósticos actuales indican una recuperación de la producción agropecuaria y de la generación de energía eléctrica, sectores fuertemente orientados a la exportación. Además, la mejor dinámica prevista para la economía brasileña en el 2020 podría contribuir mejorar el desempeño de las exportaciones, particularmente de las reexportaciones, como así también de aquellos productos enviados bajo el régimen de maquila. Respecto a los precios de los *commodities*, el reciente acuerdo comercial entre Estados Unidos y China podría constituirse en un factor al alza para los precios en el 2020. Considerando este panorama económico, se pronostica una expansión de 6,6% de las exportaciones en el 2020.

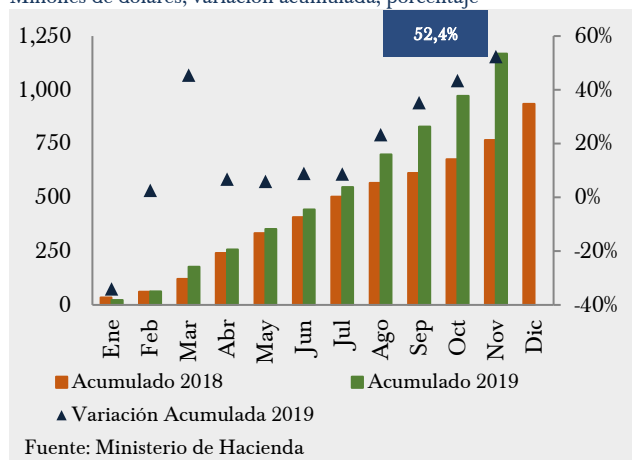
Por otra parte, las estimaciones del PIB por el lado de la demanda señalan un repunte del consumo privado y de las inversiones para el 2020. Asimismo, la mejora de las

**Tabla III.4**  
**Finanzas públicas – Administración Central**  
En miles de millones de guaraníes

	Nov. 2018	Nov. 2019	Var. (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>29.815</b>	<b>30.790</b>	<b>3,27%</b>
Ingresos tributarios	21.546	21.858	1,45%
Otros ingresos	8.269	8.932	8,02%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>26.868</b>	<b>29.135</b>	<b>8,44%</b>
Remuneración a los empleados	12.883	13.892	7,83%
Uso de bienes y servicios	2.632	2.831	7,57%
Prestaciones sociales	4.613	5.010	8,60%
Otros gastos	6.739	7.402	9,84%
Adquisición neta de activos no financieros	3.841	5.854	52,41%
<b>Balance operativo</b>	<b>2.947</b>	<b>1.655</b>	
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	<b>-893</b>	<b>-4.199</b>	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

**Gráfico III.9**  
**Adquisición Neta de Activos No Financieros**  
Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



Fuente: Ministerio de Hacienda

reexportaciones tendrá su contrapartida en los registros de las importaciones bajo el régimen de turismo. Coherente con este escenario, se estima un crecimiento de 4,7% de las importaciones en el 2020.

Si bien se prevé un superávit de la balanza comercial y de las transferencias corrientes, los saldos deficitarios en las líneas de servicios y renta implicarían un resultado de la cuenta corriente de USD -258 millones (-0,6% del PIB) en el 2020, aunque menor que el año anterior.

## Finanzas públicas

La compleja coyuntura económica observada en gran parte del 2019 también se ha reflejado en los indicadores fiscales. Particularmente, los ingresos derivados de las importaciones han sido los más afectados.

El ingreso total recaudado a noviembre ascendió a 30,8 billones de guaraníes, lo que equivale a un incremento acumulado del 3,3% (4,1% en el informe anterior). Este resultado se debe a un aumento de los Ingresos Tributarios en 1,5% y de la línea Otros Ingresos en 8% (incluyen los ingresos provenientes de las Regalías y Compensaciones de Itaipú y Yacyretá y otras Rentas de la Propiedad) (Tabla III.4).

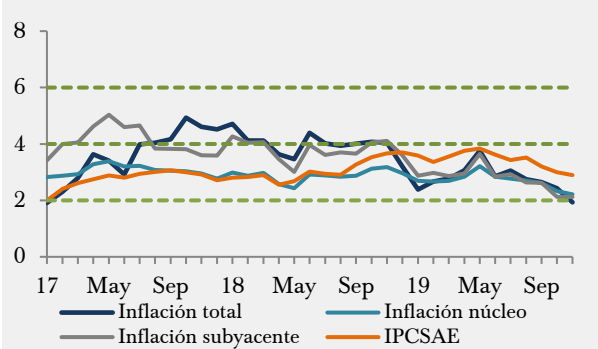
Los ingresos tributarios, si bien han aumentado respecto al año 2018, la tasa de crecimiento se ha desacelerado en el 2019, principalmente como resultado de la caída de la recaudación de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA) (-7,8% a noviembre), explicada a su vez por la contracción de las importaciones. Por su parte, los ingresos de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) registraron un aumento acumulado de 8,4%.

Por otro lado, el gasto total obligado a noviembre totalizó 29,1 billones de guaraníes, lo que representa un incremento de 8,4% respecto al acumulado a noviembre de 2018. Aumentaron los gastos en concepto de remuneración a los empleados, de usos de bienes y servicios, prestaciones sociales y otros gastos.

En cuanto a las inversiones públicas, la cuenta Adquisición Neta de Activos no Financieros creció fuertemente en los últimos meses, luego de la implementación del paquete de reactivación económica desde inicios del segundo semestre.

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

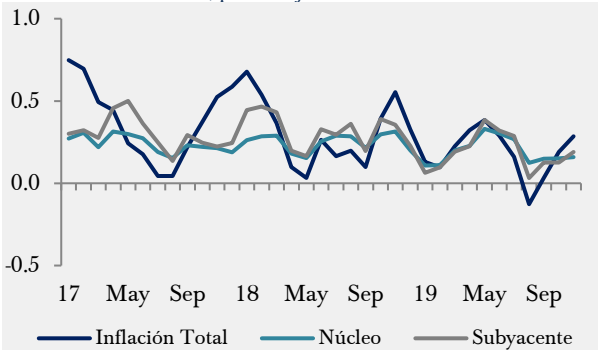
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico III.11**  
**Inflación mensual**

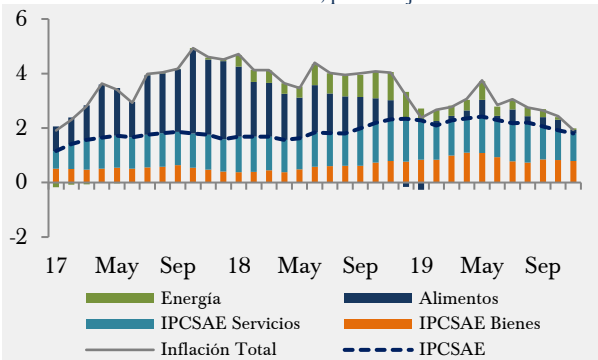
Media móvil tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

**Gráfico III.12**  
**IPC sin alimentos y energía**

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

A noviembre, la tasa de variación acumulada de este rubro se situó en 52,4% (gráfico III.9).

Teniendo en cuenta que los ingresos del fisco se han ubicado por debajo de lo previsto a inicios de año y la necesidad de impulsar la inversión pública para hacer frente al complejo escenario económico, el Congreso aprobó la aplicación del Artículo 11 de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), que estipula elevar excepcionalmente el tope de déficit fiscal de 1,5% del PIB inicial, hasta un máximo de 3% en casos de emergencia nacional, crisis internacional que pueda afectar seriamente la economía nacional o una caída de la actividad económica. Al mes de noviembre, el déficit fiscal anualizado se situó en 2,6% del PIB.

### Evolución de los precios

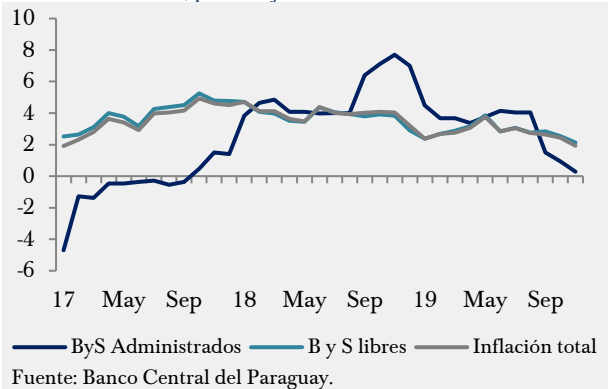
A partir del último IPoM, la inflación total y las medidas subyacentes se han mantenido bajas, en torno al límite inferior del rango meta.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en el mes de noviembre una variación interanual de 1,9%, inferior a la tasa del 2,6% observada en setiembre. El promedio entre octubre y noviembre del 2019 se ubicó en 2,2%, tasa menor a los promedios observados durante el tercer trimestre del corriente y el cuarto trimestre del 2018 (2,8% y 3,8%, respectivamente).

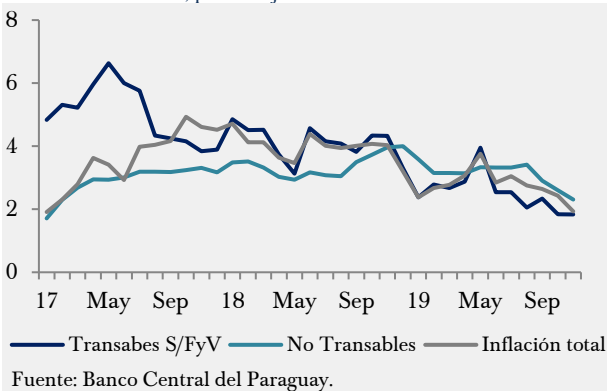
De la misma manera, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que, además de frutas y verduras, excluye a los servicios tarifados y a los combustibles), promediaron, durante los meses de octubre y noviembre de 2019 tasas interanuales del 2,1% y 2,4%, respectivamente, menores a las observadas en el trimestre anterior (2,7% y 2,5%). Por su parte, la inflación núcleo promedió, en el mismo periodo, una tasa interanual del 2,3%, inferior a las tasas del 2,7% y 3,1% registradas durante el tercer trimestre del 2019 y el último trimestre del año anterior, respectivamente.

En términos mensuales, la inflación total promedio durante los meses de octubre y noviembre fue 0,3%, tasa superior a la registrada entre julio y setiembre de este año (0%), pero coincidente con la observada en el cuarto trimestre del año pasado (0,3%). Asimismo, el promedio bimestral para la inflación núcleo, la subyacente y la subyacente X1 durante los

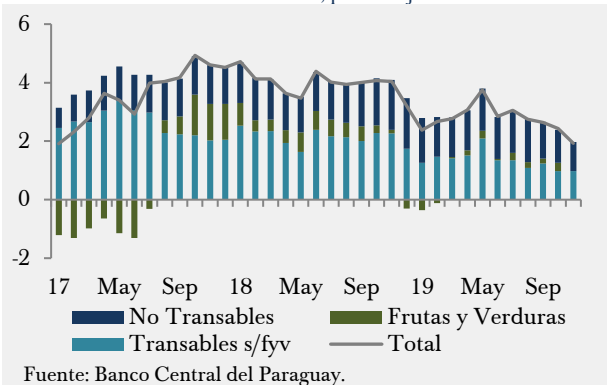
**Gráfico III.13**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.14**  
**Inflación de bienes transables y no transables**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.15**  
**Inflación de bienes transables y no transables**  
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



meses de octubre y noviembre fue 0,1% respectivamente, igual a lo registrado entre los meses de julio y setiembre para los tres indicadores mencionados.

Por su parte, el IPCSAE (IPC sin alimentos ni energía), en términos interanuales, promedió una tasa del 2,9% en el periodo octubre-noviembre, la cual es inferior a las tasas del 3,4% y 3,6% registradas en el tercer trimestre del corriente y en el cuarto trimestre del año anterior, respectivamente.

El resultado anterior responde a la desaceleración observada en el componente IPCSAE Servicios que, en el último bimestre, promedió una tasa interanual del 2,8%, por debajo del 3,6% del trimestre anterior. En esa misma línea, la incidencia del IPCSAE Servicios en la inflación total interanual se redujo desde los 1,6 p.p. observados a finales del año pasado, hasta 1 p.p. registrado en noviembre de este año.

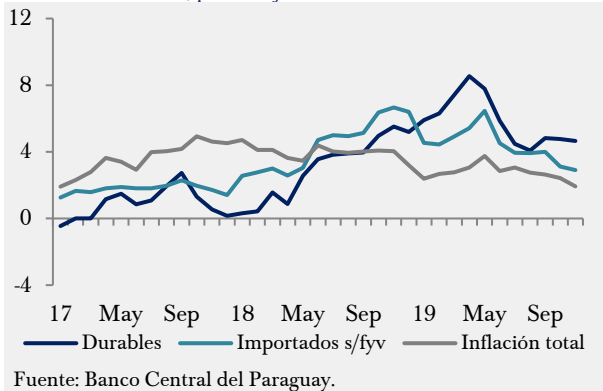
El IPCSAE Bienes, por otro lado, registró en octubre-noviembre una tasa interanual promedio de 3,2%, levemente superior a la del trimestre anterior (3,1%). La incidencia del IPCSAE Bienes en la inflación total a noviembre del 2019 fue de 0,8 p.p., igual a lo observado en diciembre del 2018. Finalmente, en este último periodo, los segmentos de alimentos y energía promediaron incidencias positivas, de 0,3 p.p. y 0,1 p.p., respectivamente.

Entre los bienes alimenticios que registraron aumentos en el último periodo se encuentran los productos panificados, carne vacuna, embutidos, pescado fresco, aceites y mantecas, y bebidas no alcohólicas. No obstante, estas subas fueron atenuadas principalmente por las disminuciones observadas en los precios de carne de aves, carne de cerdo, productos lácteos, y los productos frutihortícolas.

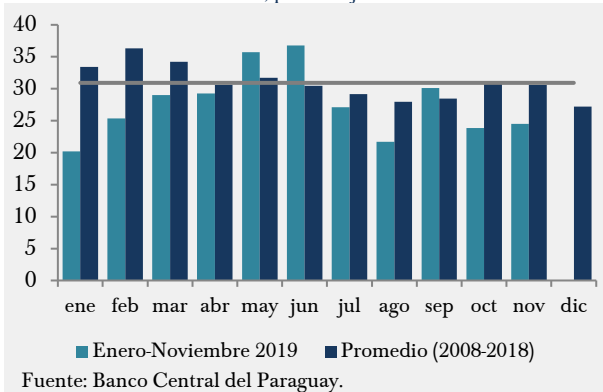
Con relación a los bienes y servicios administrados, los mismos registraron una variación interanual promedio de 0,6% entre octubre y noviembre, inferior al 3,2% registrado en el tercer trimestre de este año y también inferior al 7,3% observado en el cuarto trimestre del año pasado. Este resultado se debe principalmente a una menor variación interanual de los precios de consumo de agua corriente y pasaje urbano. Por su parte, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 2,3% (2,9% en el tercer trimestre del 2019 y 3,6% en el cuarto trimestre del 2018).



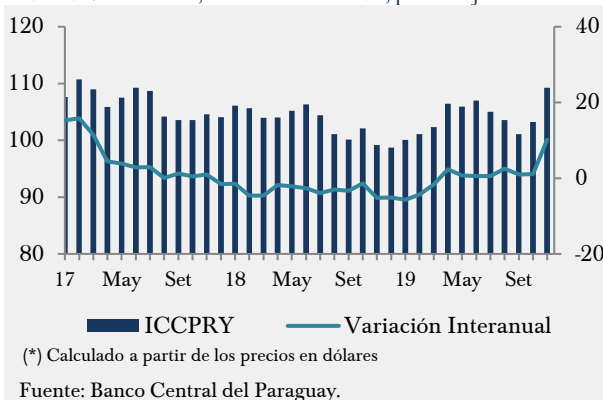
**Gráfico III.16**  
**Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico III.17**  
**Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)**  
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



**Gráfico III.18**  
**Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (\*)**  
Índice dic. 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



Los bienes transables verificaron una inflación interanual promedio de 1,9% en el último bimestre, tasa menor al 2,5% observado en el trimestre anterior. Asimismo, los bienes y servicios no transables se desaceleraron, pasando de una tasa interanual promedio del 3,2% en el tercer trimestre del año a una tasa del 2,5% en el bimestre actual. En el segmento de los bienes y servicios no transables, se destacan las reducciones interanuales de los servicios de transporte terrestre (urbano e internacional), de alojamiento, de telefonía móvil, de televisión por cable y de internet (gráfico III.14) (gráfico III.15).

En el bimestre octubre-noviembre, los bienes duraderos experimentaron un aumento del 4,7%, por encima del 4,5% registrado en el trimestre anterior. Esto se explica especialmente por aquellos de origen importado, comportamiento directamente relacionado con la depreciación del guaraní respecto al dólar estadounidense verificado en el bimestre, en particular durante el mes de octubre (gráfico III.16).

Con respecto a los bienes derivados del petróleo durante el último bimestre, las naftas y el gasoil comunes se mantuvieron estables, mientras que la nafta súper y el gasoil aditivado registraron disminuciones del 0,3% y 0,1%, respectivamente. Esta relativa estabilidad en los precios de los derivados del petróleo se debe principalmente a la menor cotización observada del crudo a nivel internacional durante el periodo.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 24,2%, inferior al promedio observado entre julio y setiembre del 2019 que fue de 26,3%, y también menor al promedio histórico para los meses de octubre y noviembre, de 30,8% (gráfico III.17).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que resume la evolución de los precios internacionales (en dólares) de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, el mismo registró un incremento de 5,5% entre agosto y noviembre, explicado principalmente por el aumento de los precios de la carne vacuna, del trigo, azúcar, maíz, del petróleo y del gas natural. En términos interanuales, la variación se sitúa en 10% en noviembre (gráfico III.18).



Finalmente, la expectativa de inflación, conforme a la Encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE) del mes de diciembre, se ubica en 2,8% para el cierre del año 2019. No obstante, tanto para los próximos 12 meses como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

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

Tabla IV.1

### Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2019	2020	2019	2020	2021
Mundo	3,1	3,1	3,0	3,1	3,2
EE UU	2,3	1,7	2,3	1,8	1,9
Eurozona	1,1	1,0	1,2	1,0	1,2
China	6,2	5,9	6,1	5,9	5,7
Brasil	0,9	2,0	1,0	2,1	2,5
Argentina	-2,5	-1,1	-2,8	-1,7	1,5
Socios comerciales	0,5	1,4	0,4	1,1	2,3
Socios Mercosur*	-0,8	0,7	-0,8	0,4	2,1

Fuente: Bloomberg

\* No incluye Venezuela

### Escenario base de proyección

Desde el IPoM de setiembre, los pronósticos de crecimiento de la actividad económica global para el año corriente se han debilitado, principalmente dadas las repercusiones de las tensiones comerciales, políticas y sociales que se han desatado a lo largo del año. Esto se ha reflejado en revisiones a la baja para China, India, Hong Kong, Arabia Saudita y Chile.

La perspectiva de crecimiento mundial prevista para 2019 se ubica en 3,0%, disminuyendo en 0,1 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a la proyección para el 2020, la misma se ha mantenido sin variación respecto al informe anterior, ubicándose en 3,1% anual.

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento del PIB para el 2019 se mantuvieron en 2,3%. En el 2020 se espera un crecimiento económico del 1,8%, lo que representa una mejora con respecto a la proyección presentada en el IPoM de setiembre (1,7%).

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para el 2019 se incrementó 0,1 p.p., situándose en 1,2% y para el 2020 se prevé un crecimiento de 1,0% (al igual que en el informe anterior). En China, la estimación de crecimiento para el 2019 fue revisada a la baja (-0,1 p.p.), situándose en 6,1%, mientras que para el 2020 se sigue previendo una tasa de crecimiento del 5,9%.

En cuanto a las economías de la región más relevantes para Paraguay, las proyecciones de crecimiento respecto a lo indicado en el IPoM de setiembre han sido modificadas. Para Brasil, se estima una expansión del 1,0% en 2019, presentando un leve aumento respecto al último informe (0,9%). Así también, el pronóstico de crecimiento para el próximo año ha sido revisado al alza (0,1 p.p.) y se espera una expansión del 2,1%. Por su parte, para Argentina, se prevé una mayor caída tanto para 2019, como para 2020, estimadas en -2,8% y -1,7% (-2,5% y -1,1%, respectivamente, en el IPoM anterior). De esta manera, las perspectivas de crecimiento del PIB de los

**Tabla IV.2**  
**Crecimiento sectorial del PIB**  
Variación anual, porcentaje

	2019	2020(f)	2020(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>0,4</b>
Agricultura	-6,2	5,0	0,4
Ganadería	-0,5	1,2	0,0
Forestal, Pesca y Minería	-0,7	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>-2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>1,3</b>
Manufactura	-0,9	4,6	0,9
Construcción	0,5	3,7	0,2
Electricidad y Agua	-8,0	2,5	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>2,0</b>
Gobierno General	6,5	4,0	0,4
Comercio	-2,3	3,1	0,3
Otros Servicios	4,5	4,6	1,4
<b>Impuestos</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,0</b>	<b>0,3</b>
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
<b>PIB sin agricultura, ni binacionales</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección, (i) Incidencia

**Tabla IV.3**  
**Crecimiento económico y cuenta corriente**  
Variación anual, porcentaje

	2018	2019	2020 (f)
<b>PIB</b>	<b>3,4</b>	<b>0,2</b>	<b>4,1</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>5,8</b>	<b>0,9</b>	<b>3,7</b>
Formación bruta de capital	11,9	-1,5	3,5
Formación bruta de capital fijo	6,9	-1,5	3,5
Consumo total	4,1	1,7	3,7
Consumo privado	4,3	0,8	3,7
Consumo público	3,0	6,5	4,0
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>1,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>4,8</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>8,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,7</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,2	-1,5	-0,6
FBKF (% del PIB nominal)	19,9	21,3	21,6

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

socios del Mercosur se mantienen sin variaciones para el 2019 en -0,8%, y con una corrección a la baja para 2020 pasando de 0,7% a 0,4% interanual.

Por otra parte, las estimaciones de crecimiento económico para los socios comerciales de Paraguay, se ubican por debajo de las previstas en el IPoM anterior, tanto para 2019 (0,4%) como para 2020 (1,1%) como se puede observar en la tabla IV.1.

En cuanto al nivel de precios, en Estados Unidos se espera una tasa de inflación de 1,8% para este año (al igual que en el informe anterior) y de 2,0% para 2020 (inferior al 2,1% previsto en el informe anterior). Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) para el 2019 y el 2020, se situaría en 1,6% y 1,9%, respectivamente.

En la Eurozona, la inflación esperada para el 2019 y para 2020 es de 1,2%, mientras que en el IPoM de setiembre se esperaba una tasa de 1,3% para ambos periodos.

En Argentina las expectativas señalan una percepción de importantes presiones inflacionarias. Se prevé una inflación del 54,1% para el 2019 y de 40,9% para el 2020. Ambas cifras se ubican en niveles similares a lo esperado en el informe anterior, que se situaban en 54,0% y 40,3%, respectivamente. Por otro lado, para Brasil se espera una inflación del 3,7%, tanto para el 2019 como para el 2020. Estas cifras son similares a las previstas en el informe anterior del 3,6% para 2019 y de 3,9% para 2020.

El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 2,0% anual en el 2019, por debajo de lo previsto en el IPoM de setiembre (2,1%). Para 2020, el rendimiento promedio se situaría en 1,5% anual, cifra menor a la estimada en el informe anterior (1,6%). A su vez, los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años, se ubicaron, en promedio, en 2,0% anual, al igual que en el informe anterior. Para el año 2020, también se espera que el rendimiento promedio se encuentre en torno a 2,0% anual, por encima del 1,9% esperado anteriormente.

En relación al escenario base doméstico, el pronóstico de crecimiento del 2019 se mantuvo en 0,2%, explicado fundamentalmente por el sector terciario (gobierno y

**Tabla IV.4**  
**Proyección de la inflación**  
Variación anual, porcentaje

	2018	2019(f)	2020(f)	2021(f)
Inflación IPC promedio (*)	3,8	2,4	3,8	
Inflación IPC diciembre (**)	3,2	2,8	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	3,9	2,3	3,8	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	3,6	2,8	3,9	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

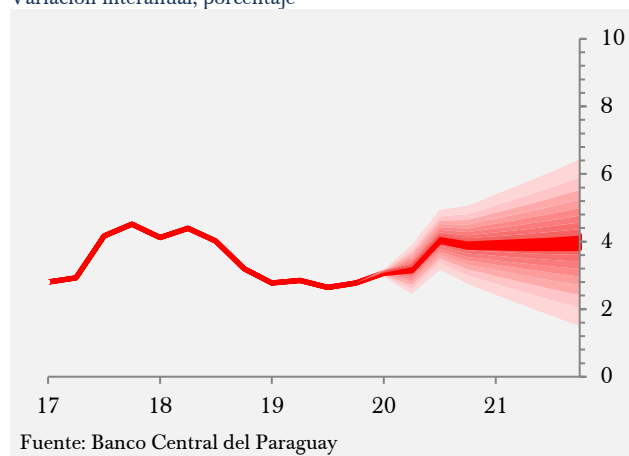
(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(\*\*\*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2021

**Gráfico IV.1**  
**Proyección de inflación**

Variación interanual, porcentaje

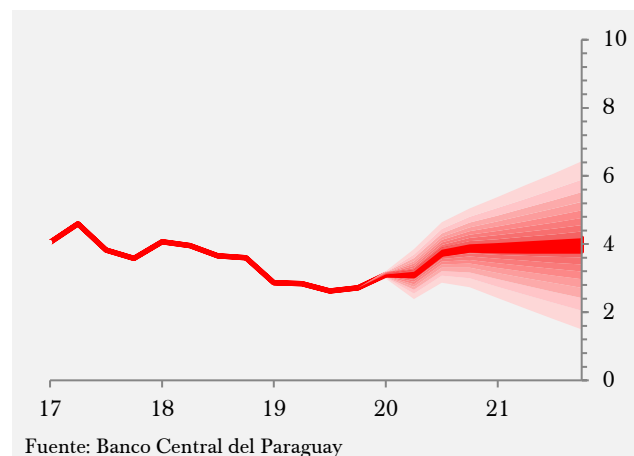


Fuente: Banco Central del Paraguay

otros servicios) y la demanda interna (consumo privado y público). Por su parte, para el 2020, la proyección inicial se sitúa en 4,1%. Por el lado de la oferta, la expansión prevista se explica fundamentalmente por la recuperación de la producción agrícola, de la generación de electricidad, de las manufacturas y de las construcciones. Adicionalmente, el sector servicios registrará un crecimiento mayor, debido al mejor desempeño previsto para el comercio y los otros servicios (tabla IV.2). Por el lado del gasto, se prevé un repunte del consumo privado y de las inversiones, como así también un aporte positivo de las exportaciones netas. Por su parte, el consumo público, si bien seguirá creciendo, su incidencia será menor en el 2020 (tabla IV.3).

Con respecto a la inflación total, en el escenario base, la proyección de la variación anual del IPC total para el 2019, se redujo de 3,2% a 2,8% anual. Esto obedece, principalmente, a que los precios volátiles de la canasta, en el cuarto trimestre, se ubicaron por debajo de lo previsto para ese periodo, lo cual explica una tasa de inflación menor con relación a la presentada en el informe previo. El ajuste, en tres décimas, en la estimación de la inflación subyacente para el 2019 se explica, básicamente, por una depreciación efectiva del tipo de cambio nominal en el último trimestre, menor a la supuesta en el informe previo para dicho periodo. Este hecho se ha reflejado en menores incrementos de precios de los bienes importados comparados con los del trimestre anterior. Para el año 2020, los pronósticos de la inflación total y de la subyacente se ubican en 3,9% anual (tabla IV.4). La velocidad de convergencia de la inflación es consistente con la recuperación de la actividad económica (brecha del producto ligeramente positiva), una trayectoria del tipo de cambio real por encima de su valor de equilibrio hasta mediados del próximo año, a lo que se suma, una tasa de interés real de política monetaria por debajo del nivel neutral (condiciones monetarias reales expansivas). Considerando los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación aumentará paulatinamente en los próximos meses ubicándose en torno al 4,0% hacia mediados del próximo año, nivel en el que se mantendrá hasta el horizonte de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2021 (gráficos IV.1 y IV.2).

**Gráfico IV.2**  
**Proyección de inflación subyacente**  
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

## Escenarios de Riesgo

En el ámbito internacional, se han mitigado algunas de las principales fuentes de incertidumbre que han afectado a las perspectivas de crecimiento mundial. En lo referente al conflicto comercial, Estados Unidos y China finalmente llegaron a un acuerdo preliminar denominado de fase uno, lo cual podría contribuir a reducir los altos niveles de incertidumbre global e impulsar nuevamente el comercio y la producción industrial mundial. Respecto al acuerdo del *Brexit*, la fecha de salida fue postergada al 31 de enero y se espera que se concrete con un acuerdo, aunque existe cierta incertidumbre sobre las condiciones definitivas del mismo. Por otra parte, el sesgo más acomodaticio de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo es un factor positivo para la economía global, teniendo en cuenta que las condiciones financieras internacionales permanecerían relativamente laxas por un tiempo más.

El complejo panorama de las principales economías mundiales ha resultado en una menor demanda externa global y una consecuente menor producción industrial. Adicionalmente, el conflicto comercial ha repercutido en menores precios de *commodities*. La menor demanda externa y los menores precios de la soja han afectado negativamente a la economía paraguaya, por lo cual una mejora en dichas variables podría propiciar un panorama más alentador para las perspectivas de crecimiento del próximo año. Por otra parte, las condiciones financieras más favorables representan una posibilidad de mayor financiamiento externo para el país y menores presiones a la depreciación frente al dólar.

En América del Sur, recientemente se han suscitado una serie de episodios de inestabilidad social y política que han afectado la actividad económica con paros e importantes daños a la infraestructura pública. En este escenario, el panorama económico de estos países se ha deteriorado y la percepción de riesgo se ha incrementado. Se prevé que esta situación afecte las perspectivas de crecimiento de la región en el corto plazo a través de las interrupciones coyunturales en las actividades productivas, como así también por la mayor incertidumbre. Por otra parte, el efecto de largo plazo dependerá en gran medida

de reformas estructurales que se adopten a consecuencia del malestar social.

En Brasil, se observó una aceleración en el crecimiento económico en el tercer trimestre de 2019, impulsada principalmente por el rubro de servicios e industrias. Esto ha repercutido en las expectativas del mercado, que han reportado tasas más favorables tanto para 2019 como para 2020, a pesar del debilitamiento reciente del comercio exterior. En lo que concierne a la economía paraguaya, un mayor crecimiento de la economía brasileña podría impulsar las exportaciones a dicho país, como así también contribuiría a mejorar el comercio en las zonas fronterizas. Adicionalmente, el anuncio del aumento del límite máximo de compras de brasileños en la frontera paraguaya de USD 300 a USD 500 por persona es otro factor positivo para los comercios de las ciudades fronterizas.

En Argentina, el nuevo gobierno se enfrenta al gran desafío de renegociar la deuda pública y promover el crecimiento económico en un contexto de importantes desbalances macroeconómicos. Si bien, la mayor reacción del mercado se dio tras las elecciones primarias, ahora la incertidumbre y las expectativas de los consumidores e inversores dependerán en gran medida de las políticas económicas que adopte el gobierno electo. En este sentido, el ejecutivo ya ha anunciado algunas de las medidas tales como el aumento del porcentaje de retención fija a las exportaciones agropecuarias, el incremento de las indemnizaciones por despidos injustificados y el aumento de tarifas a las compras realizadas en el exterior. El deterioro de la economía argentina y la elevada depreciación del peso han afectado a la economía paraguaya, principalmente, a través de menores compras de argentinos en las fronteras y menores remesas al país. No obstante, a medida que esta depreciación se traspase a la inflación en Argentina, los diferenciales de precios con respecto a Paraguay podrían disminuir en los próximos meses. Para el próximo año, el panorama permanece complejo, y en ese sentido, la continuidad de la recesión en Argentina seguirá representando un riesgo a la baja para el comercio en las zonas fronterizas con dicho país.

Evaluando los escenarios alternativos, el CEOMA considera que el balance de riesgos para la actividad y la



inflación se encuentran equilibrados. Sin embargo, el Comité seguirá monitoreando la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para la inflación doméstica, aplicando las medidas de política monetaria necesarias que permitan la convergencia de la inflación al objetivo de 4,0% anual en el horizonte relevante de proyección.



## Recuadro I: Efectos Macroeconómicos de la Política Monetaria en Paraguay bajo un Enfoque SVAR<sup>2</sup>

### Introducción

El estudio sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria y sus efectos en la economía ha ocupado un lugar de relevancia en la agenda de la literatura económica. Ello, no sólo se debe a la necesidad de comprender la manera en que la economía responde a los estímulos monetarios, sino también al hecho de poder contar con una medición y monitoreo periódicos de sus efectos sobre las variables macroeconómicas de un país.

En este apartado, se pretende obtener una medición de los efectos de la política monetaria sobre las principales variables macroeconómicas de Paraguay bajo el esquema de metas de inflación que la banca central ha venido implementando en los últimos años<sup>3</sup>.

Como estrategia metodológica, se adopta el modelo de vectores autorregresivos estructurales con restricciones contemporáneas de corto plazo y especificación compuesta por un bloque exógeno, con variables externas, y un bloque endógeno, con variables domésticas.

Los resultados señalan que, tras 10 trimestres de haberse producido el impulso, en términos acumulados, un shock de 1% a la tasa de política monetaria causa una reducción de la inflación trimestral de 0,8%, una caída de la brecha del producto de 0,7% tras 9 trimestres y una apreciación cambiaria real de 3,5%, también luego de 9 trimestres.

### Metodología implementada

El enfoque metodológico aplicado en este estudio es conocido como vectores autorregresivos estructurales (*SVAR*, por sus siglas en inglés), cuyos resultados proporcionan las funciones de impulso-respuesta, descomposición histórica de shocks y descomposición de

varianza. Específicamente, en este apartado se presentan las dos primeras funciones recientemente indicadas.

El modelo SVAR implementado<sup>4</sup> es el de restricciones de corto plazo, según se plantea formalmente en Amisano y Giannini (2012) y Martin, Hurn, y Harris (2013).

La especificación formulada fue adecuada al caso paraguayo siguiendo de cerca los trabajos de Christiano, Eichenbaum, y Evans (1998) y de Peersman y Smets (2001), en los que se plantean diversas especificaciones que contemplan el uso de bloques compuestos por variables externas y domésticas.

En particular, la especificación formulada en el bloque exógeno estuvo conformada por las series extranjeras de la brecha del producto de los socios comerciales, inflación del IPC de Estados Unidos y tasa de interés de corto plazo de los títulos de deuda de Estados Unidos. El propósito de ello fue poder controlar los cambios que tienen lugar en la demanda e inflación mundiales<sup>5</sup>.

A su vez, el bloque doméstico quedó compuesto por la brecha del producto, la inflación, la brecha del tipo de cambio real y la tasa de interés, como es habitual en la literatura. Mediante esta definición endógena se trató de capturar el comportamiento de la economía mediante el uso de sus principales determinantes macroeconómicos.

Las restricciones de identificación impuestas se hallan consignadas en la Tabla I.

**Tabla I**  
Restricciones de identificación impuestas al modelo SVAR

	Brecha PIB	Inflación	Brecha TCR	TPM
Brecha PIB	1	0	0	0
Inflación	libre	1	0	0
Brecha TCR	0	libre	1	0
TPM	libre	libre	0	1

Fuente: BCP.

<sup>2</sup> Este Recuadro presenta un resumen del documento de trabajo “Efectos Macroeconómicos de la Política Monetaria en Paraguay bajo un Enfoque SVAR”.

<sup>3</sup> El esquema de metas de inflación ha estado en vigencia desde el año 2004. En una primera etapa (inicios de 2004 a abril de 2011), la banca central comenzó a cimentar las bases para migrar desde un esquema basado en objetivos intermedios, a través de agregados monetarios, hacia un esquema de metas de inflación. En una segunda etapa (a partir de mayo de 2011), denominada de plena implementación, el principal instrumento ha sido la tasa de política monetaria (TPM) o tasa de referencia overnight o a un día.

<sup>4</sup> Los vectores autorregresivos estimados –el irrestricto y el estructural– poseen un rezago, de acuerdo con los criterios de información de Schwarz del test standard de ratio de máxima verosimilitud y de parsimonia.

<sup>5</sup> El hecho de poder considerar variables externas en la especificación utilizada se vuelve relevante debido a que Paraguay es una economía pequeña y abierta.

El primer supuesto es que la tasa de política monetaria (TPM) reacciona contemporáneamente a la brecha del producto (brecha PIB) y a la inflación; pero que no reacciona ante la brecha cambiaria real (brecha TCR). Lo cual, es coherente con la función de reacción de la banca matriz y el esquema de metas de inflación que implementa. Asimismo, y como se ha verificado en la literatura, se supone que la tasa de política tampoco ejerce efecto contemporáneo sobre la brecha del producto, la inflación ni sobre la brecha de tasa de cambio real (pero sí con rezagos).

La segunda suposición es que la brecha cambiaria real no es afectada por el ciclo económico doméstico dentro del trimestre, ni viceversa, tal como se indica en la literatura referida. Igualmente, se supone que esta brecha cambiaria reacciona a la inflación, vía paridad descubierta de tasas de interés.

En tercer lugar, en el bloque doméstico se establece que la inflación es contemporáneamente afectada por la brecha del producto, pero que se halla exenta de los efectos contemporáneos de la tasa de política monetaria y de la brecha cambiaria real.

En cuarto lugar, tal como se estila en la bibliografía mencionada, se asume que la brecha del producto no responde contemporáneamente a los efectos de las demás variables del bloque doméstico.

Por otra parte, a fin de comprobar la robustez de los resultados que se presentan en la siguiente sección, se realizó un análisis de sensibilidad. Para el efecto, se plantearon variaciones de dos restricciones de identificación y del inicio del periodo muestral seleccionado.

En el primer caso, se plantearon dos restricciones que consistieron en: (i) asumir que la brecha del producto podría ser afectada contemporáneamente por la brecha cambiaria real; y, (ii) suponer que la TPM podría reaccionar contemporáneamente ante la brecha cambiaria real.

En el segundo caso, para la variación del periodo muestral, se estimó la especificación planteada cambiando progresivamente el inicio de la muestra desde 2004Q1 hasta 2010Q1.

#### **Análisis de los efectos macroeconómicos de la política monetaria**

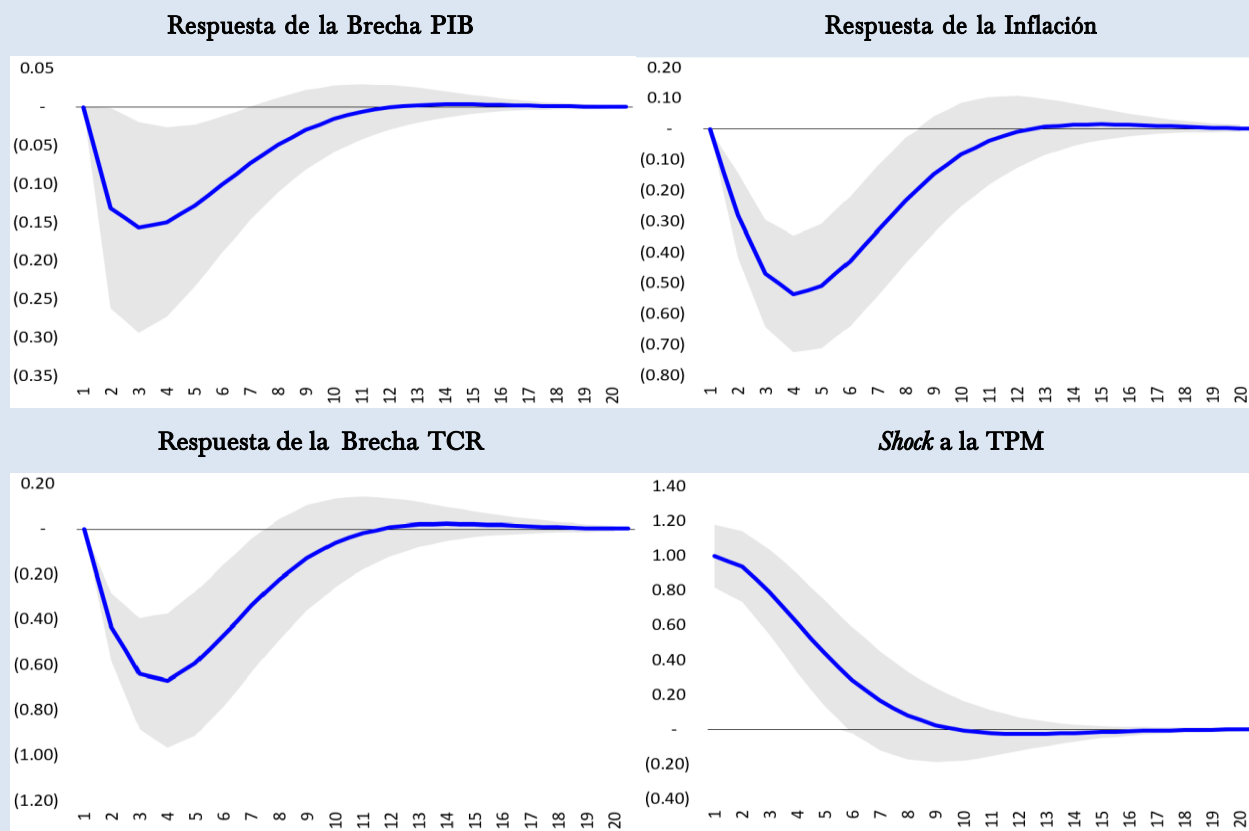
A continuación, se presentan los resultados obtenidos en base al marco metodológico planteado. Puntualmente, se estudia el efecto de una contracción monetaria, es decir, el efecto de una suba de tasa de interés<sup>6</sup>.

En primer término, en el gráfico I pueden observarse las funciones de impulso-respuesta de las principales variables macroeconómicas domésticas ante un shock de 1% en la tasa de política monetaria. El tiempo de respuesta se encuentra medido en trimestres en el eje horizontal. Las líneas sólidas muestran el promedio de respuesta y, las áreas sombreadas, los intervalos de respuesta estimados con dos desviaciones estándar respecto a la media (95% de confianza).

Un incremento de la TPM conlleva a un proceso de reducción continuo y significativo de la inflación durante ocho trimestres. En concreto, un *shock* de 1% de la TPM causa una reducción máxima de la inflación trimestral anualizada de 0.53% al cuarto trimestre de haber ocurrido la sorpresa monetaria. Como es de esperar, la respuesta de la inflación a la tasa de interés de política es negativa, significativa y consistente con la teoría económica.

<sup>6</sup> Es importante resaltar que tanto las especificaciones, restricciones de identificación y pruebas de robustez efectuadas fungen de sustento a lo expuesto en esta sección.

**Gráfico I**  
Funciones de impulso-respuesta ante un *shock* de política monetaria de 1 %



En cuanto a la brecha del producto, se observa una caída máxima de 0,16% al tercer trimestre de haberse producido el cambio en la TPM. El proceso de reducción significativa de esta brecha tiene lugar entre el segundo y sexto trimestres, luego del *shock*.

Por su parte, la brecha del tipo de cambio real muestra que, ante aumentos de la TPM, como el indicado anteriormente, sobrevienen disminuciones consecutivas y significativas de esta variable real por un intervalo de siete trimestres. En específico, la mayor disminución es de 0,67%, la cual, tiene lugar al cuarto trimestre de haberse producido el *shock*.

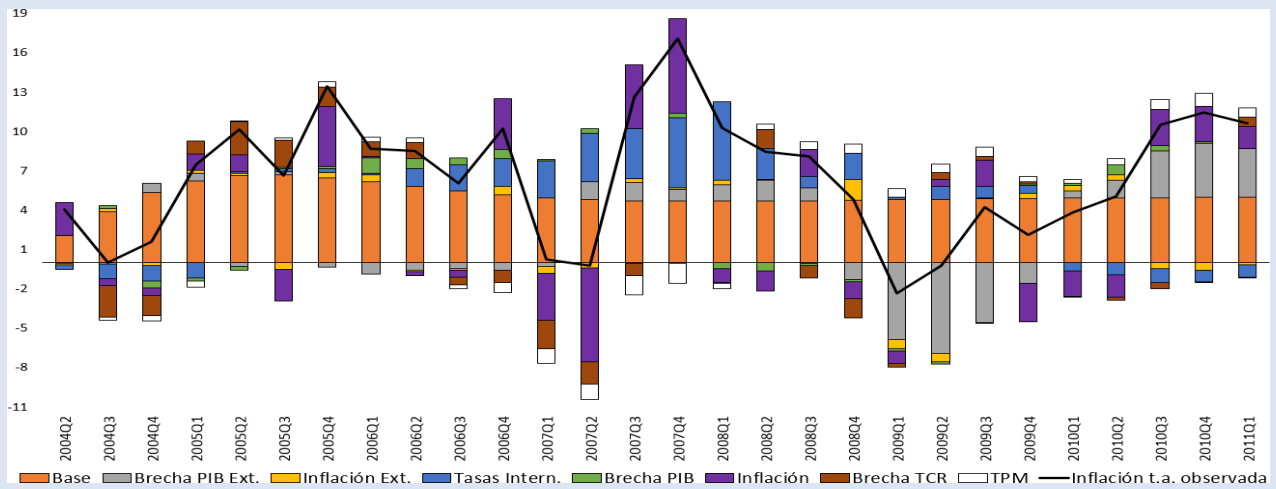
En términos de respuesta acumulada, el efecto total del referido incremento en la TPM se disipa: tras 10 trimestres y acumulando una reducción de 0,8%, en el caso de la inflación trimestral; tras 9 trimestres y acumulando una caída de 0,7%, en el caso de la brecha PIB, y tras 9 trimestres acumulando una disminución de 3,5%, en el caso de la brecha cambiaria real.

Los resultados de las funciones de impulso-respuesta se hallan en línea con los encontrados por Pérez (2015) para Brasil, Perú, Chile, Colombia y México; donde, de compararse dentro de este orden –de mayor a menor– la respuesta de la inflación correspondiente a Paraguay estaría situada entre Brasil y Perú.

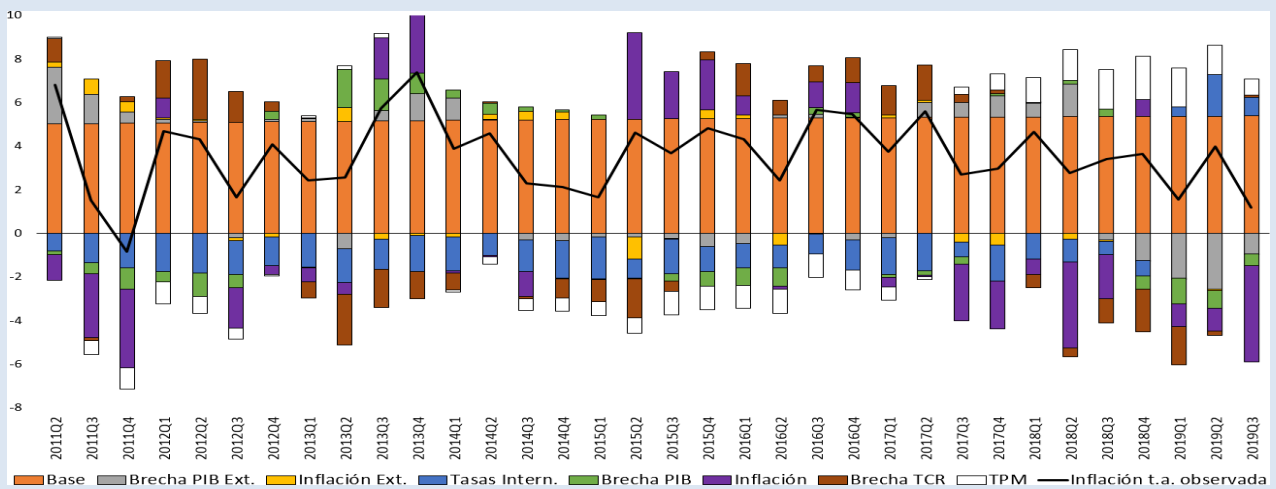
Gráfico II

Descomposición histórica de la inflación trimestral anualizada (2004Q2-2019Q3)

Primera etapa de implementación



Segunda etapa de implementación



Fuente: BCP.

Nota: Esta descomposición histórica fue elaborada mediante la estimación de un modelo SVAR con un solo bloque compuesto por variables externas y variables domésticas; que utiliza las mismas restricciones de identificación especificadas en la Tabla I; y, que posee exogeneidad en todos los rezagos para las variables externas.

Por otro lado, en la segunda parte de los resultados, se expone la descomposición histórica de la inflación. En ella, puede apreciarse la contribución relativa de los shocks de las variables domésticas a lo largo de la trayectoria de la inflación.

En el gráfico II se observa que la inflación trimestral anualizada ha registrado menores niveles y volatilidades en la segunda etapa; que es cuando se implementa el esquema de metas de inflación de manera formal.

Además, el mismo gráfico muestra que a lo largo de la evolución de la inflación durante la primera etapa de implementación, la mayor parte de ella estuvo influenciada por shocks provenientes de la misma variable, del ciclo económico internacional (brecha del PIB externo), de las condiciones financieras internacionales (tasa de interés internacional), de las condiciones cambiarias reales (brecha de tipo de cambio real), de la tasa de política monetaria, de la inflación externa y del ciclo económico doméstico, mientras que, en la segunda etapa de implementación, su evolución estuvo marcada por shocks de menor magnitud y pertenecientes a sí misma, a las condiciones financieras internacionales, a la brecha cambiaria real, al ciclo económico internacional, a la tasa de política monetaria, al ciclo económico doméstico y a la inflación externa.

Por último, en la misma ilustración se visualiza que, en promedio, los shocks de la TPM se han correlacionado negativamente con la evolución de la inflación.

### Comentario final

Conforme al análisis de los resultados obtenidos mediante la estimación de un modelo de vectores autorregresivos estructural, se concluye que las subas de la tasa de política monetaria efectuadas bajo el esquema de metas inflación durante el periodo 2004Q1-2019Q3 han causado descensos significativos de la inflación, de la brecha cambiaria real y de la brecha del producto.

### Referencias

Amisano, G., y Giannini, C. (2012). *Topics in structural var econometrics*. Springer Science & Business Media.

BCP. (2013). *Política monetaria en Paraguay: Metas de inflación, un nuevo esquema*. Sub Gerencia General de Política Monetaria. Banco Central del Paraguay.

Christiano, L. J., Eichenbaum, M., y Evans, C. L. (1998). *Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?* (Inf. Téc.). National Bureau of Economic Research.

Leeper, E. M., Sims, C. A., Zha, T., Hall, R. E., y Bernanke, B. S. (1996). *What does monetary policy do?* *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996 (2), 1–78.

Martin, V., Hurn, S., y Harris, D. (2013). *Econometric modelling with time series: specification, estimation and testing*. Cambridge University Press.

Peersman, G., y Smets, F. (2001). *The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from var analysis (mtn conference paper)*. ECB Working Paper, 91.

Pérez, F. (2015). *Comparing the transmission of monetary policy shocks in latin america: A hierarchical panel var* (Inf. Téc.). Central Reserve Bank of Peru. Descarga de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2015/documento-de-trabajo-15-2015.pdf>

Sims, C. A. (1980). *Macroeconomics and reality*. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1–48.

Sims, C. A. (1992). *Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy*. *European Economic Review*, 36 (5), 975–1000

## Recuadro II: Análisis del mercado laboral de Paraguay

### Introducción

Las variables del mercado laboral, conjuntamente con los indicadores de actividad económica, desempeñan un papel crucial en la evaluación del estado de la economía, y en consecuencia son de vital importancia en el marco analítico de la política monetaria de un país. El estudio del mercado laboral también es relevante dado que el empleo y su productividad son determinantes fundamentales del crecimiento de largo plazo de las economías.

En este apartado, el objetivo es presentar algunas características centrales del mercado laboral en cuanto a la distribución del empleo por sectores económicos y categoría ocupacional, niveles de ingresos, grado académico, entre otros. Posteriormente, se pretende analizar brevemente la evolución reciente de los indicadores de empleo y finalizar con una evaluación del capital humano en Paraguay.

### Caracterización del mercado laboral

Conforme a los datos del tercer trimestre de 2019 de la Encuesta Permanente de Hogares Continua (EPHC), de la Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos (DGEEC), 3.602.340 personas forman parte de la fuerza de trabajo (anteriormente conocida como Población Económicamente Activa), que representa un poco más de la mitad de la población del país (7.085.641)<sup>7</sup>. Del total de la fuerza laboral, el 93,8%<sup>8</sup> está ocupada (3.378.074) y, consecuentemente la tasa de desempleo abierto es 6,2% (224.266).

En la distribución por zonas, el 64% de los ocupados se encuentra en el área urbana y 36% en el área rural. Por género, las mujeres representan el 41% de la población ocupada y los hombres el 59%, cuya diferencia se acentúa significativamente en el área rural. Por grupos de edad, el 36% tiene entre 30 y 44 años de edad y el 21% tiene entre 45 y 59 años, entre los más relevantes. Según el nivel de instrucción, aquellos que tienen entre 4 a 12 años de

estudio representan el 65% de la población ocupada (tabla I).

**Tabla I**  
Principales datos del mercado laboral

	Valores Absolutos	Porcentaje
<b>Fuerza de trabajo</b>	3.602.340	
<b>Población desocupada</b>	224.266	6,2
<b>Población ocupada</b>	3.378.074	93,8
<b>Área de residencia</b>		
Urbana	2.163.767	64,1
Rural	1.214.307	35,9
<b>Sexo</b>		
Hombres	1.984.807	58,8
Mujeres	1.393.267	41,2
<b>Grupos de edad</b>		
30-44	1.218.792	36,1
45-59	720.534	21,3
Otros	1.438.748	42,6
<b>Años de estudio</b>		
4 a 6 años	793.350	23,5
7 a 9 años	463.823	13,7
10 a 12 años	920.819	27,3
<b>Otros</b>	1.200.082	35,5

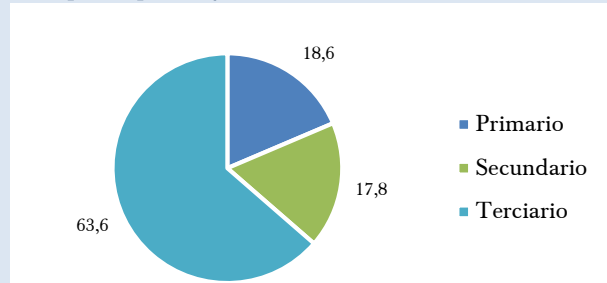
Fuente: DGEEC

Coherente con la estructura del PIB, el empleo se concentra también en el sector terciario (64%), principalmente en los sub-sectores de “Comercio, Restaurantes y Hoteles” (27%) y “Servicios Comunales, Sociales y Personales (26%). Por su parte, cerca del 18% de la población ocupada se encuentra en el sector secundario, donde un 10,4% se emplea en la industria manufacturera y el 7,4% en el segmento de las construcciones. Finalmente, el sector primario (agricultura, ganadería, caza y pesca) representa 19% del empleo, con la salvedad de que gran parte se concentra en el sector rural (alrededor del 90%) (gráfico I).

<sup>7</sup> No incluye los Departamentos de Boquerón y Alto Paraguay. No obstante, es importante señalar que población en estos Departamentos es mínima con relación al total.

<sup>8</sup> Es diferente a la tasa de ocupación, la cual se calcula como el cociente de ocupados/PET, que en el tercer trimestre de 2019 se ubicó en 67,3%.

**Gráfico I**  
Población ocupada por sectores económicos  
Participación, porcentaje

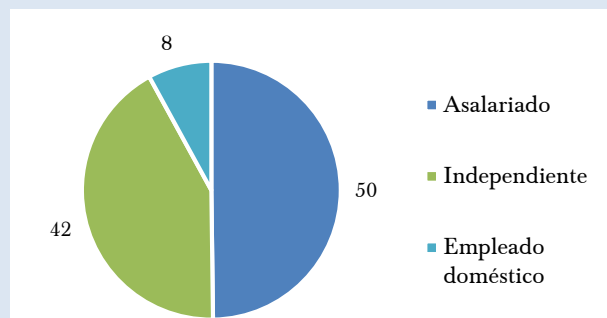


Fuente: DGEEC

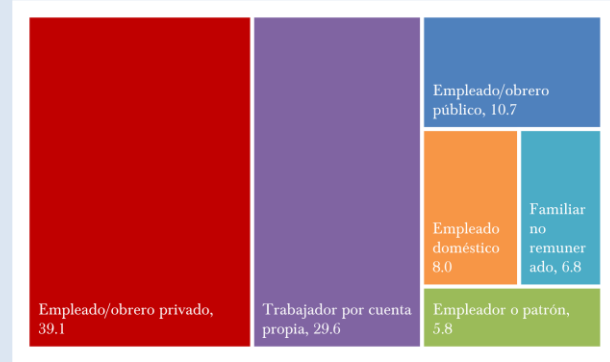


En la distribución por categoría ocupacional, la mitad de la población ocupada es asalariada (50%), compuesta, principalmente por los empleados u obreros del sector privado (39%) y en menor medida por los trabajadores del sector público (11%). Por otro lado, una parte importante del empleo la componen los independientes (42%), esencialmente, cuentapropistas. Finalmente, un 8% de la fuerza laboral ocupada son empleados domésticos (gráfico II).

**Gráfico II**  
Población ocupada por categoría ocupacional  
Participación, porcentaje



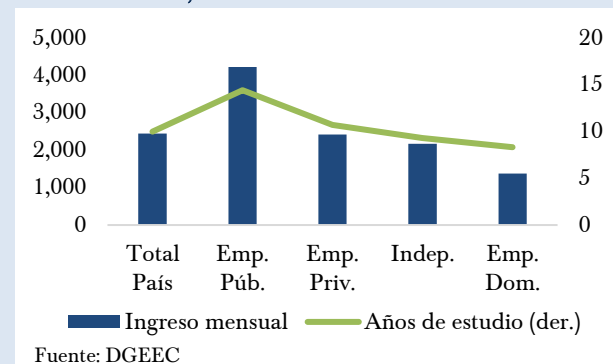
Fuente: DGEEC



Con relación al nivel de ingresos, el promedio mensual de la población ocupada a nivel país es 2.442.545 guaraníes. El ingreso promedio de los hombres ocupados supera al de las mujeres en un 24%. Sin embargo, el promedio de años de educación es ligeramente superior para las mujeres que estudian 10,5 años, mientras que el promedio para los hombres es de 9,6 años.

El ingreso promedio de los empleados/obreros del sector público se encuentra en un nivel superior al de las otras categorías ocupacionales. En cuanto al grado de instrucción, los trabajadores del sector público son los que cuentan con más años de educación, 4,5 años más que el promedio del total de la población ocupada (gráfico III).

**Gráfico III**  
Ingreso mensual corriente y nivel de instrucción  
Miles de Guaraníes, años de estudio



Fuente: DGEEC

### Evolución reciente del empleo

La actividad económica se ha debilitado desde la segunda mitad del 2018, como resultado del efecto de algunos choques exógenos (climáticos) y del escenario externo más complejo, especialmente de la región. En este contexto, el empleo también se vio afectado, particularmente durante el segundo y tercer trimestre del 2019. En este último periodo, la variación interanual del

empleo total fue 0,8%, un poco mejor que el 0,2% del segundo trimestre, pero muy por debajo del 4,9% registrado en el primer trimestre del año (gráfico IV). Esta moderación en el crecimiento de la población ocupada se debió principalmente a la reducción del empleo en el sector primario (agricultura, ganadería, caza y pesca), cuya variación interanual se situó en -8,9%, mayormente en el área rural (-9%), donde se concentra casi el 90% de la población ocupada de este sector. Teniendo en cuenta todos los sectores, en el área rural el empleo registró una caída de 2,0%, mientras que en el área urbana creció 2,4%.

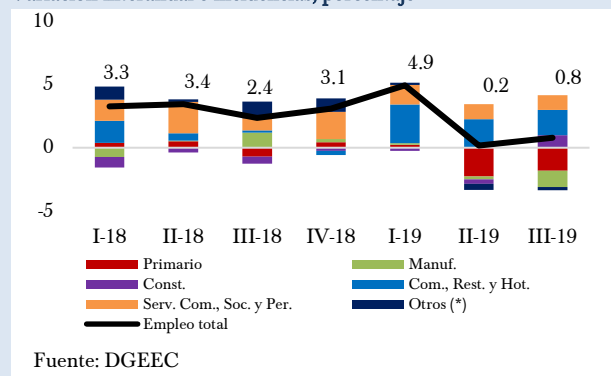
Al considerar el nivel de educación, las caídas más importantes se observaron en el empleo de aquellos con menores años de estudio (sin instrucción y de 1 a 3 años) y en el área rural.

Cabe recordar que, durante el 2019, la agricultura y la ganadería han sido dos de los sectores más afectados por las condiciones climáticas adversas (sequía e inundaciones). De hecho, para el presente año las previsiones apuntan a una caída de la producción en ambos sectores. Al excluir el sector primario, el empleo registra un crecimiento de 3,3%.

#### Gráfico IV

##### Evolución del empleo por sector económico

Variación interanual e incidencias, porcentaje



El frágil desempeño del sector primario también ha afectado a las actividades manufactureras vinculadas, mientras que el deterioro de las economías vecinas y la depreciación de sus monedas ha influido en el resultado de otras ramas de la industria. De esta manera, el empleo en la industria manufacturera se ha reducido en el tercer

trimestre del 2019 respecto al mismo periodo del 2018. No obstante, en el sector construcción, se dio una importante mejora en el tercer trimestre, con un crecimiento del empleo superior al 15%. Estos resultados son coherentes con el mayor impulso de las inversiones públicas en los meses recientes.

Por su parte, en el sector terciario, el empleo registró una expansión interanual del 4,8% en el tercer trimestre. Tanto el subsector de “Comercio, Restaurantes y Hoteles” (7,8%), como el de “Servicios Comunales, Sociales y Personales” (4,8%) explican el resultado positivo del sector. No obstante, en el segmento “Otros<sup>9</sup>”, el empleo verificó una caída de 2,3%.

Por categoría ocupacional, el menor ritmo de crecimiento de la población ocupada se explicó principalmente por la caída del empleo en la categoría “asalariados”, sector con la mayor incidencia en la fuerza laboral (-0,7%), particularmente, en el sector privado (-1,4%). En cuanto a los “independientes”, se verificó una caída en el sub rubro “familiares no remunerados” (-14,6%), no obstante, se observó crecimiento en las demás subcategorías.

#### Capital humano en Paraguay

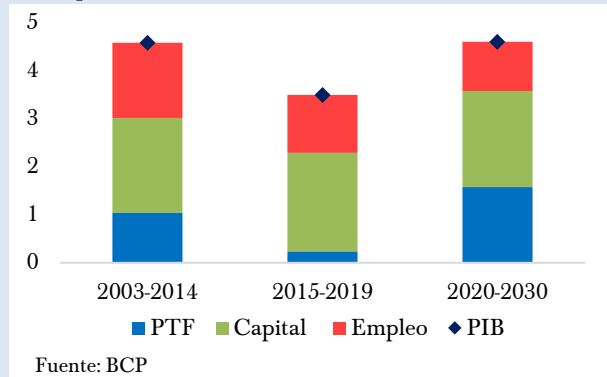
Más allá del análisis coyuntural, el estado del mercado laboral y sus perspectivas tienen una importancia crítica en la evaluación del crecimiento de mediano plazo de una economía. En este contexto, se realizó un ejercicio de contabilidad de crecimiento para el periodo 2003-2019, separando en dos sub-periodos (2003-2014 y 2015-2019), teniendo en cuenta que el escenario internacional, principalmente en lo referente a los precios de los *commodities*, cambió significativamente para Paraguay a partir del 2015. Posteriormente se realizó un ejercicio prospectivo para el periodo 2020-2030, imponiendo algunos supuestos para el crecimiento del PIB, del capital y del empleo. A diferencia de los ejercicios tradicionales de contabilidad de crecimiento, aquí se pretende mostrar cómo debería crecer la Productividad Total de los Factores (PTF) en los próximos años si el objetivo es incrementar el crecimiento del PIB a una tasa similar a la

<sup>9</sup> Electricidad, Gas y Agua; Transporte, Almacenes y Comunicaciones y Finanzas, Seguros e Inmuebles.



observada en el periodo del boom de los precios de las materias primas (gráfico V). Aquí se está asumiendo implícitamente que los precios de los *commodities* se mantendrán al menos en los niveles actuales.

**Gráfico V**  
Contabilidad del crecimiento  
Puntos porcentuales

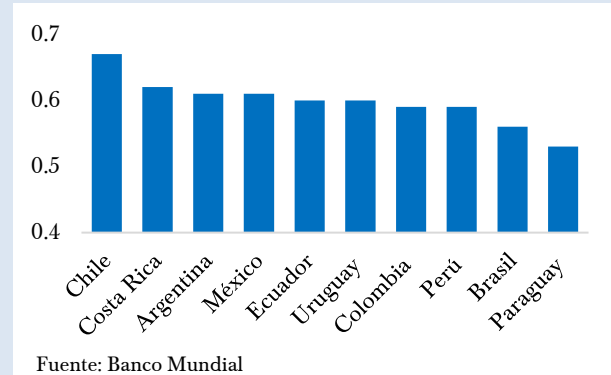


En el ejercicio de contabilidad de crecimiento se evidencia que, para incrementar el crecimiento potencial de la economía paraguaya, necesariamente la PTF debe aumentar, incluso a una tasa superior a la observada en el periodo 2003-2014, teniendo en cuenta que la expansión del empleo, en el largo plazo, está condicionada por la tasa de crecimiento poblacional que, según las proyecciones tenderá a disminuir en los próximos años. Para el capital, se ha supuesto una tasa de crecimiento similar a la verificada entre 2003-2018, que también implica un esfuerzo importante en términos de inversión.

En el apartado de caracterización del mercado laboral se ha mencionado que el 65% de la población ocupada tiene un nivel de instrucción de entre 4 a 12 años, que es relativamente bajo. En línea con esto, el porcentaje de la población con educación terciaria (16 a 18 años de estudio) se ubica en torno a 13,2% para Paraguay, mientras que países como Chile o Colombia tienen una tasa superior al 22%<sup>10</sup>. Consistente con ello, el índice de capital humano de Paraguay se encuentra entre las más bajas de la región (gráfico VI).

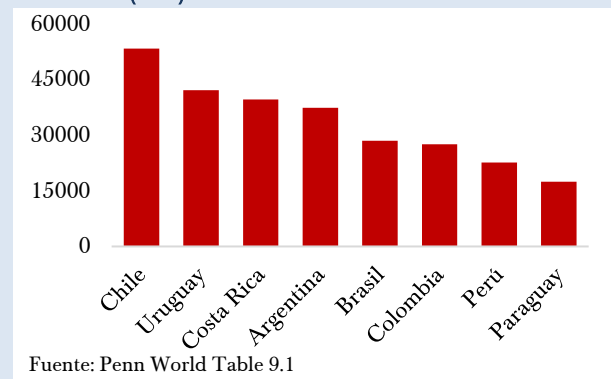
<sup>10</sup> Datos de la DGEEC para Paraguay y de la OECD para Chile y Colombia.

**Gráfico VI**  
Índice de Capital Humano (ICH)<sup>11</sup>  
Dólares PPP (2011)



Esta diferencia en términos de capital humano es coherente con el indicador de productividad laboral, que también se halla entre los más bajos del mundo y de la región (gráfico VII).

**Gráfico VII**  
Productividad Laboral (PIB/población ocupada)  
Dólares PPP (2011)



En este sentido, la brecha en términos de capital humano que tiene Paraguay se presenta como una oportunidad significativa para incrementar la productividad y, en consecuencia, el crecimiento económico de mediano plazo.

### Comentarios finales

En Paraguay, aproximadamente el 64% de la población ocupada se encuentra en el área urbana, principalmente en los sectores terciario y secundario, mientras que gran

<sup>11</sup> El ICH varía entre 0 y 1. El índice se mide en términos de la productividad de la próxima generación de trabajadores en relación con el parámetro de referencia de una educación completa y plena salud. Una economía en la que un niño que nace hoy puede esperar recibir educación completa y plena salud tendrá un puntaje de 1 en el índice.

parte del empleo en el sector primario se concentra en el área rural. Por categoría ocupacional, casi la mitad de los empleados son asalariados, en su gran mayoría, del sector privado.

El flojo desempeño de la actividad económica observada durante 2019 se reflejó en los registros de empleo, particularmente durante el segundo y tercer trimestre del 2019. Un aspecto resaltante fue la importante incidencia que tuvo la caída del empleo en el sector primario (y en el área rural), revelando el significativo impacto que han tenido las condiciones climáticas adversas sobre la agricultura y la ganadería. Asimismo, el empleo en el sector de las manufacturas se ha frenado. No obstante, un aspecto positivo tiene que ver con la recuperación importante del empleo en el sector de la construcción durante el tercer trimestre. Además, el sector terciario ha seguido mostrando una expansión relevante, lo cual es consistente con los datos de producción de este sector en el cálculo del PIB.

Finalmente, es apropiado resaltar que una proporción importante de la población ocupada cuenta con un nivel educacional bajo, llegando a los 12 años de estudio (nivel secundario). De hecho, los indicadores de capital humano colocan a Paraguay entre los últimos puestos de la región, como así también en términos de la productividad laboral. Esta situación, si bien es preocupante, representa una oportunidad significativa para seguir emprendiendo las reformas en área de la educación y la salud, teniendo en cuenta la importante ganancia de productividad que se puede lograr, lo cual a su vez incrementaría el potencial

de crecimiento de Paraguay, además de los múltiples beneficios sociales que genera la mejora del capital humano de la población.

## Glosario

**Índice de precios al consumidor (IPC):** índice que mide las variaciones de precios a lo largo del tiempo de una canasta fija de consumo, correspondiente al Área Metropolitana de Asunción, (base 2007=100) y con una muestra representativa de 450 productos, clasificados por finalidad de gastos del consumo.

**Inflación núcleo:** corresponde al promedio aritmético de los siguientes indicadores de inflación: inflación núcleo media truncada (suavizada), inflación núcleo media truncada (no suavizada), inflación núcleo por exclusión e inflación núcleo doble ponderación.

**IPCSAE:** IPC que excluye los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 59,7% de la canasta total.

**IPC subyacente:** índice de precios que excluye los precios de las frutas y verduras de la canasta del IPC total.

**IPC subyacente (X1):** índice de precios que, además de excluir los precios de las frutas y verduras, no incorpora los precios de los servicios tarifados y combustibles.

**PIB socios comerciales:** corresponde al crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de Paraguay ponderados por su participación en las exportaciones totales.

**PIB socios Mercosur:** corresponde al crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay que se encuentran dentro del Mercosur, ponderados por su participación en las exportaciones totales al Mercosur.

**PMI (*Purchasing Managers Index*):** indicador macroeconómico que pretende reflejar las perspectivas sectoriales en un país basándose en los datos recabados por una encuesta mensual a las empresas más representativas que realizan los gestores de compras. Sirve para medir el estado en el que se encuentra un sector de la economía en relación a meses anteriores. Los datos se presentan como índices de difusión, en los cuales un valor por encima de 50 indica una expansión respecto al mes anterior, mientras que una cifra por debajo de 50 señala una contracción respecto al mes previo.

**TCR (Tipo de cambio real):** corresponde a una medida del valor real del guaraní respecto de una canasta de monedas de los socios comerciales de Paraguay.

**Informe de Política Monetaria**  
Diciembre 2019



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay