



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE  
2020



**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 Macroeconómico  
**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

## Contenido (\*)

Política Monetaria en Paraguay	4
Resumen Ejecutivo	6
Decisiones de Política Monetaria	11
I. Entorno Internacional y Regional	13
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	25
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	34
<b>Recuadro I</b>	40
Principales cambios en el escenario macroeconómico del 2020	
<b>Recuadro II</b>	48
Estimación de la brecha del producto para Paraguay	
Glosario	51

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 24 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 con investigaciones realizadas por el BCP, se estima que el horizonte de política monetaria se ubica entre 18 y 24 meses, independiente del año calendario.

### Proceso de toma de decisiones

El Comité de Política Monetaria (CPM) es el encargado de decidir el nivel de la TPM. El CPM se reúne mensualmente para analizar la coyuntura económica nacional y externa, la evolución de la inflación dentro del horizonte relevante de política y los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo. Si como resultado de esta evaluación se concluye que existen riesgos elevados de que la inflación se desvíe significativamente de la meta en el horizonte de política, y si estos riesgos no están asociados a choques externos temporales, el Comité realizará un ajuste en la TPM.

## Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CPM programa sus reuniones, cuyas fechas están publicadas con antelación en un calendario anual. Luego de cada reunión, se divulga un comunicado de prensa informando sobre la decisión adoptada y 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

Las perspectivas de crecimiento económico mundial han mejorado levemente respecto a las del IPoM anterior, impulsadas por la continua recuperación de los indicadores de corto plazo de actividad económica y por el optimismo generado con el inicio de la aplicación de vacunas contra la COVID-19. No obstante, se siguen observando aumentos récords de casos en diversos países, los cuales han provocado la implementación de nuevas medidas de contención y la consecuente leve desaceleración en el sector de servicios. Además, se han anunciado nuevos paquetes de estímulos fiscales y monetarios en las principales economías que atraviesan las nuevas olas de contagio. Por otra parte, el mayor dinamismo de la actividad a nivel global se ha reflejado en aumentos de las cotizaciones internacionales de los principales *commodities*.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) registró una variación anualizada de 33,1% en el tercer trimestre de 2020, revirtiéndose el resultado del trimestre anterior (-31,4%). En el cuarto trimestre de 2020, los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero señalan que se mantuvo en zona de expansión, alcanzando un nivel de 57,5 en noviembre. Así, respecto al IPoM previo, las perspectivas de crecimiento para 2020 se revisaron al alza, pasando de -4,0% a -3,5%, mientras que, los pronósticos para 2021 apuntan a una tasa de 3,9%. Con relación al nivel de precios, se ha observado una desaceleración en lo que va del cuarto trimestre, situándose en 1,2% interanual en noviembre. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) mantuvo el rango referencial de tasas en 0,0% - 0,25% y anunció que continuará con las medidas no convencionales de compras de activos.

En la Eurozona, la variación interanual del PIB en el tercer trimestre de 2020 fue -4,3%, exhibiendo un mejor desempeño al registrado en el segundo trimestre del año (-14,7%). En cuanto a los indicadores al cuarto trimestre de 2020, el PMI manufacturero permaneció en zona de expansión, alcanzando un nivel de 53,8 en septiembre. Esto ha propiciado una corrección al alza en las previsiones de crecimiento para 2020 pese a las segundas olas de contagio y las restricciones aplicadas, pasando de una tasa anual del -8,0% (en el IPoM anterior) a -7,4%. En contrapartida, para 2021, se prevé un crecimiento de 4,6% anual. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se ubicó en -0,3% interanual en noviembre, manteniéndose en el mismo nivel desde el cierre del tercer trimestre de 2020. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variaciones las tasas de operaciones de refinanciación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito durante el cuarto trimestre del año y ha aumentado el programa de compra de activos para asegurar la liquidez ante el resurgimiento de casos de coronavirus.

En China, los datos del tercer trimestre de 2020 señalaron una expansión interanual del 4,9% en el PIB, superando la tasa de 3,2% del trimestre anterior. Por otra parte, los indicadores al cuarto trimestre de 2020 mostraron que el sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, cerrando noviembre con un PMI de 52,1. No obstante, los pronósticos de crecimiento para el año 2020 se ajustaron levemente a la baja, pasando de 2,1% (del IPoM de septiembre 2020) a 2,0% anual. Para 2021 las perspectivas de crecimiento se ubicaron en 8,2%.

En Brasil, el PIB trimestral registró una variación interanual de -3,9% en el tercer trimestre del año, caída menor a la tasa de -10,9% registrada en el trimestre previo. Por otra parte, los indicadores disponibles en el cuarto trimestre de 2020 mostraron una contracción del 2,6% de la actividad económica en octubre, mientras que el PMI manufacturero continuó con un dinamismo importante, situándose en un nivel de 64 en noviembre. En cuanto a la proyección de crecimiento de la economía brasileña, la misma se revisó al alza para 2020 con relación a la reportada en el IPoM de septiembre, pasando de una tasa de -5,3% a -4,7%, mientras que para 2021 se estimó un crecimiento del 3,5%. En lo referente al nivel de precios, la inflación se incrementó respecto al trimestre anterior (3,1% en septiembre), ubicándose en 4,3% interanual en noviembre. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil mantuvo la tasa SELIC a 2,0% anual en el cuarto trimestre para seguir apoyando la recuperación económica.

En Argentina, el PIB del tercer trimestre de 2020 registró una caída interanual del 10,2%, reducción menor a la del trimestre anterior (-19%). Los datos más recientes de la actividad económica arrojaron una contracción interanual del 7,4% en octubre, con desempeños negativos principalmente en las actividades transporte y comunicaciones y hoteles y restaurantes, mientras

que la única actividad con una incidencia positiva ha sido la de intermediación financiera. En octubre, el indicador de producción industrial exhibió una disminución del 2,9%. Con relación al nivel de precios, se ha observado una moderación mayor en la inflación (35,8% interanual en noviembre), aunque permanece elevada. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) redujo temporalmente el límite inferior de la tasa de Leliq a 36% en octubre y luego la volvió a incrementar a 38% en noviembre. Por otro lado, continúan las medidas de restricciones al uso de monedas extranjeras implementadas por el gobierno. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2020 se mantuvo en -11,5%, mientras que para 2021 se situó en 4,5%.

En lo interno, la actividad económica y la demanda mostraron un mejor desempeño en el tercer trimestre, coherente con la mayor flexibilización de las medidas de contención social y la reapertura de más sectores económicos que anteriormente se encontraban restringidos para operar. En el periodo comprendido entre julio y septiembre, el PIB registró nuevamente una contracción (-1,2%), aunque la misma fue bastante inferior a la observada en el segundo trimestre (-6,4%). Esta mejora se explicó por el repunte del sector secundario, impulsado por la expansión de las construcciones y la menor caída de las manufacturas. El sector terciario siguió verificando una retracción, aunque menor a la cifra del segundo trimestre. Por su parte, el sector primario experimentó un dinamismo más lento con respecto a lo constatado en el primer semestre. Por el lado del gasto, la inversión ha crecido a una tasa importante, mientras que el consumo privado aminoró su ritmo de contracción interanual. Finalmente, la menor caída de las exportaciones y la debilidad de las importaciones posibilitaron una incidencia positiva relevante de la demanda externa neta. De acuerdo con los indicadores de corto plazo, la actividad económica continuaría mostrando una disminución leve en el cuarto trimestre del año en términos interanuales.

En el contexto de la recuperación económica, la inflación total y las medidas subyacentes han seguido mostrando una trayectoria ascendente, aunque todavía se ubican en niveles bajos, respecto del objetivo de mediano plazo. Los incrementos registrados en los precios de los alimentos, de ciertos bienes y servicios de la salud y del cemento han explicado esta aceleración, mientras que la caída interanual de los precios de los combustibles ha continuado con una incidencia negativa en la inflación total, la subyacente y la núcleo. La inflación interanual total promedio de los meses de octubre y noviembre se situó en 1,9%, superior al 1,4% observado en el tercer trimestre del 2020. 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 tasas interanuales del 2,0% y 3,2%, respectivamente, por encima de las tasas verificadas en el trimestre anterior (1,5% y 2,6%). Al mismo tiempo, la inflación núcleo promedió una tasa interanual de 1,8%, superior a la apuntada en el trimestre previo (1,6%).

El Comité de Política Monetaria (CPM), en las reuniones del cuarto trimestre del año 2020, decidió mantener la tasa de referencia en 0,75% anual. El Comité consideró apropiado seguir con el perfil altamente expansivo de la política monetaria, con el objetivo primordial de garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte relevante de proyección, como así también seguir dotando de estímulo a la recuperación económica. En sus reuniones, el CPM señaló que, en el contexto internacional, el panorama económico había mejorado con relación a los meses anteriores, ante el avance favorable en el desarrollo de las vacunas contra la enfermedad del coronavirus (COVID-19). No obstante, también enfatizó sobre los riesgos asociados a las segundas olas de contagios, especialmente en Europa, las cuales derivaron en nuevas restricciones a la actividad económica. En referencia al plano local, el Comité destacó que los indicadores de actividad y de demanda habían mostrado mejores registros en los últimos meses, tras los mínimos observados en abril. Además, mencionó que, conforme al escenario más probable para las variables macroeconómicas, los modelos de proyección no señalaban presiones inflacionarias significativas en el corto plazo.

En el escenario base, la estimación de crecimiento del PIB del 2020 ha sido revisada al alza, de -1,5% a -1,0%, explicada por una mayor expansión de las construcciones, al tiempo que se prevé una menor contracción de las manufacturas y de electricidad y agua. En el sector terciario, se ha mantenido la caída en una cifra similar a la reportada anteriormente. Por su parte, en el sector primario, si bien permanece una tasa positiva, la misma se ha moderado en este IPoM. En cuanto al

2021, la proyección se ubica en 4,0%, sustentada principalmente en la recuperación del sector terciario. Esto supone, en alguna medida, que el avance favorable de las vacunas también beneficie a Paraguay en el transcurso del año siguiente, lo cual podría impulsar la demanda de ciertos servicios que han sido fuertemente golpeados por la pandemia durante el 2020. En la misma línea, se pronostica que la recuperación de las economías de la región, juntamente con la inmunización de sus poblaciones ante la COVID-19, influya positivamente sobre el comercio fronterizo. En el sector secundario, se asume una mayor expansión, que estará explicado por los tres subsectores (manufacturas, construcciones y electricidad y agua). Para el sector primario, las estimaciones apuntan a una caída, debido a la menor producción agrícola, en tanto que la ganadería seguirá con su comportamiento al alza. Es importante resaltar que, si bien la agricultura tendrá una producción inferior a la del 2020 (nivel récord), los precios internacionales de los *commodities* exportados por Paraguay se han incrementado significativamente, especialmente de la soja. Por el lado del gasto, el crecimiento se explicará por el repunte del consumo privado y de la inversión, mientras que el consumo público continuará en aumento, aunque a un menor ritmo. La demanda externa neta, por su parte, tendrá una incidencia negativa, por el mayor incremento esperado de las importaciones respecto a las exportaciones.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2021(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>7,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,4</b>
Agricultura	9,0	-6,0	-0,5
Ganadería	5,0	5,0	0,1
Forestal, Pesca y Minería	-4,6	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>0,4</b>	<b>5,2</b>	<b>1,7</b>
Manufactura	-1,5	6,0	1,1
Construcción	9,8	5,0	0,3
Electricidad y Agua	-2,5	3,5	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>-3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>2,4</b>
Gobierno General	4,6	3,8	0,4
Comercio	-6,8	9,5	0,9
Otros Servicios†	-4,8	3,7	1,1
Impuestos	-3,0	4,3	0,3
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,8	5,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2019	2020	2021 (f)
<b>PIB</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>5,0</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,5</b>	<b>6,2</b>
Formación bruta de capital fijo	-6,1	4,1	6,9
<b>Consumo total</b>	<b>2,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,7</b>
Consumo privado	1,8	-5,1	5,0
Consumo público	4,7	4,8	3,5
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>10,4</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>-2,0</b>	<b>-14,4</b>	<b>14,9</b>
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>
FBKF (% del PIB nominal)	18,7	20,4	20,9

En cuanto a los precios, la inflación en el último trimestre del año se ubicó por encima de lo previsto, contexto en el cual los pronósticos del escenario base se han ajustado al alza. De esta manera, la inflación total cerraría el año en torno a 2,1% y la inflación subyacente en 2,0%, tasas superiores a las reportadas en el IPoM de septiembre. Para el 2021, la proyección de la inflación total y la subyacente se sitúan en 3,9%. El repunte esperado de la inflación es consistente con la recuperación de la actividad económica, que se reflejará en una brecha del producto que se irá cerrando paulatinamente, como así también con unas condiciones monetarias reales que aún se mantendrán laxas durante el próximo año. Adicionalmente, la mejora de los precios internacionales de los *commodities* de exportación, en alguna medida, podría influir tanto sobre el desempeño económico, como así también sobre la dinámica de los precios de algunos alimentos. Teniendo en cuenta los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación se ubicará en niveles bajos hasta el primer trimestre del 2021, ubicándose en torno al 4,0% desde el tercer trimestre hasta el horizonte de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2022.

† Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

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

	2019	2020(f)	2021(f)	2022(f)
Inflación IPC promedio (*)	2,4	2,0	3,8	
Inflación IPC diciembre (**)	2,8	2,1	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,3	2,0	3,8	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,8	2,0	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 2022.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación al escenario de riesgos, en el ámbito internacional, ante la profundización de la segunda ola de contagios de COVID-19 en Europa, se han reforzado las medidas restrictivas a las actividades sociales y a la circulación, las cuales han provocado una menor movilidad de personas. Más aún, recientemente ha habido noticias sobre una nueva cepa del coronavirus en el Reino Unido. Asimismo, en Estados Unidos y Canadá, ha habido un incremento significativo de contagios, alcanzando nuevos picos. En América Latina también ha continuado deteriorado el panorama epidemiológico, aunque se han observado mejoras relativas en determinados países. Así, una prolongación de la crisis sanitaria constituye un riesgo a la baja en las perspectivas económicas para varias regiones. Sin embargo, cabe destacar las noticias favorables respecto a la efectividad de ciertas vacunas, verificadas en ensayos clínicos, lo cual ha llevado a la aprobación de algunas e incluso, al inicio de su aplicación en diversos países. Esto constituye un sesgo positivo para el crecimiento del 2021, no obstante, se deberán resolver los desafíos logísticos para la producción a escala global y su distribución oportuna a todas las regiones. Con relación a determinados riesgos de carácter político, en Estados Unidos aún está pendiente la confirmación de la composición del Congreso, mientras que recientemente se ha acordado un nuevo paquete de estímulos y se espera sea confirmado por el ejecutivo próximamente. Además, no se descartan medidas adicionales, lo cual puede contribuir a mejorar el panorama de esta economía, así como el optimismo de los inversores. En Europa, el riesgo del *Brexit* sin acuerdo se ha disipado ante las negociaciones recientes entre el Reino Unido y la Unión Europea lo cual constituye un sesgo al alza para ambas economías.

En cuanto a los precios internacionales, continuó la recuperación de las cotizaciones de los principales *commodities* en el último trimestre. El mayor dinamismo de la actividad a nivel mundial ha propiciado que las proyecciones de precios energéticos para 2021 sean en promedio mayores a los observados este año. Además, a fin de mitigar los efectos de las nuevas olas de contagio de COVID-19 sobre los precios del petróleo, la OPEP ha anunciado que limitaría o retrasaría los incrementos de producción del petróleo en 2021. No obstante, una prolongación de las restricciones a la movilidad impuestas en Europa y la extensión de estas medidas en otras regiones presionarían nuevamente a la baja a las cotizaciones del crudo. En cuanto a las materias primas agrícolas, también se prevén mejores precios promedio en 2021. Para la soja en particular, se esperan precios incluso más altos que en años anteriores dada la elevada demanda de China y una menor producción esperada en varios de los principales países productores. Sin embargo, un rebrote de la nueva cepa de coronavirus a nivel global y en especial en la economía china podría cambiar estas perspectivas.

En los mercados financieros, ha continuado la reducción de la incertidumbre global ante los resultados de las elecciones en Estados Unidos y los anuncios optimistas de ciertas vacunas contra la COVID-19. Esto ha favorecido un mayor dinamismo en las bolsas de valores y una menor percepción de riesgo de los mercados emergentes. Sin embargo, en el Reino Unido se ha retraído el dinamismo de las bolsas luego del anuncio de la nueva cepa del coronavirus en el país. De confirmarse la

efectividad de las vacunas para la nueva cepa, se normalizarían las condiciones financieras en dicho país, mientras que, en caso contrario podría perjudicar las perspectivas a nivel internacional. Por otra parte, se espera que los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, mantengan una política monetaria acomodaticia en el próximo año, así como los programas de compras de activos contribuyendo a favorecer las condiciones financieras.

En la región, persiste un elevado nivel de contagios del coronavirus, aunque en algunos países se ha observado una disminución respecto a los picos. Los indicadores de actividad económica de corto plazo han continuado mostrando mejoras interanuales con relación a los mínimos alcanzados en abril. Si bien las perspectivas de crecimiento económico para la región apuntan a un crecimiento en 2021, una efectiva distribución de vacunas en los primeros meses del año podría constituir un sesgo al alza. Al contrario, una prolongación de la pandemia y dificultades logísticas para la obtención de vacunas constituyen un riesgo a la baja. En Argentina, se prevé un menor déficit fiscal el próximo año, ante el retiro de transferencias por la pandemia y reformas relacionadas al sistema de pensiones y a la implementación de un impuesto a las grandes fortunas. En Brasil, las perspectivas de crecimiento económico han vuelto a mejorar para este año y para el próximo, no obstante, la incertidumbre en torno al panorama fiscal sigue representando un elemento que podría influir negativamente sobre los pronósticos de expansión y sobre el valor de su moneda.

En el plano local, los dos factores de riesgo señalados en el informe anterior han tenido una evolución contrapuesta en los últimos meses. Por un lado, el ritmo de contagios por COVID-19 se ha acelerado desde inicios del mes de noviembre, presionando al sistema de salud hacia el límite de su capacidad de atención. Dado esto, las autoridades han dispuesto nuevamente el establecimiento de algunas medidas de contención, aunque no tan estrictas como las implementadas al inicio de la pandemia. En ese sentido, la situación sanitaria seguirá representando un riesgo a la baja para la actividad económica hasta tanto la población sea inmunizada con alguna vacuna.

Por otro lado, el clima ha tenido un comportamiento favorable en las últimas semanas y las perspectivas actuales también son alentadoras. En ese escenario, la producción agrícola -especialmente la zafra sojera 2020/2021 se espera que tenga un buen rendimiento. Si bien no se prevé alcanzar los niveles récord de la zafra anterior, la mejora en las condiciones climáticas contribuirá a que la retracción sea mucho menor a lo que hubiese sido en una situación de estrés hídrico importante. Asimismo, las lluvias registradas en meses recientes podrían ser beneficiosas para la ganadería, la producción de electricidad y para el transporte fluvial de cargas.

## Decisiones de Política Monetaria

### Reunión de octubre

En la reunión de octubre, El CPM observó que, a nivel internacional, se había confirmado la corrección al alza en las perspectivas de crecimiento, en línea con los resultados más favorables de los indicadores de corto plazo de actividad económica. Las segundas olas de contagio en Europa habían derivado en nuevas restricciones a la actividad, aunque en menor medida que las aplicadas en el primer semestre del año. No obstante, los avances en los ensayos de vacunas ya venían contribuyendo a moderar la incertidumbre en los mercados financieros. Por su parte, en la región, se había verificado cierta mejora en la situación epidemiológica de algunos países, mientras que en otros seguía deteriorándose.

En el plano local, los indicadores de actividad y de demanda habían mostrado un mejor desempeño, con relación a los mínimos observados en el mes de abril, consistente con el repliegue gradual de las medidas sanitarias preventivas y la reapertura de algunos sectores económicos. No obstante, se había puntualizado que, en términos acumulados, los niveles permanecían por debajo de los registrados en el año anterior. Por otra parte, los créditos en moneda nacional seguían aumentando, impulsados por un mayor nivel de consumo y comercio al por mayor. En lo referente a los precios, la inflación total y las medidas subyacentes continuaban con registros bajos. Además, conforme al escenario más probable para las variables macroeconómicas, los modelos de proyección no daban señales de presiones inflacionarias en el corto plazo.

En este contexto, el CPM consideró que el perfil expansivo de la política monetaria seguía siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección, por lo que decidió mantener la TPM en 0,75% anual.

### Reunión de noviembre

En la reunión de noviembre, el Comité señaló que, a nivel global, los indicadores de corto plazo del sector manufacturero y de servicios continuaban en zona de

expansión. Particularmente en Europa, las medidas de contención de las segundas olas de contagios de COVID-19 conllevaron a una disminución en los indicadores de movilidad, así como una desaceleración de contagios. En cuanto a los desarrollos de vacunas, habían surgido noticias alentadoras sobre los resultados de ensayos clínicos que señalaban un elevado porcentaje de efectividad. En la región, la situación epidemiológica continuaba mostrando mejoras en algunos países, mientras que, en otros, seguía empeorando. Los indicadores de actividad económica de corto plazo permanecían con caídas interanuales, aunque empezaba a observarse algunas mejoras. Concretamente, en Argentina y Brasil, se había constatado una expansión interanual de la producción industrial por primera vez en meses.

En el escenario doméstico, los indicadores de actividad y de demanda siguieron mostrando buenos resultados. Sin embargo, se había puntualizado nuevamente que, en términos acumulados, los niveles continuaban ubicándose por debajo de los verificados en el año anterior. Por otro lado, los créditos en moneda nacional permanecían con una evolución positiva, mientras que el indicador de confianza del crédito había mejorado en el tercer trimestre respecto a los trimestres previos. Con relación a los precios, la inflación total había repuntado, aunque seguía en niveles bajos al igual que las medidas subyacentes. Asimismo, acorde con el escenario más probable para las variables macroeconómicas, los modelos de proyección no indicaban presiones inflacionarias significativas en el corto plazo.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, ya que había considerado que el perfil expansivo de la política monetaria seguía en línea con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección.

### Reunión de Diciembre

En la reunión de diciembre, el CPM resaltó que, en el contexto internacional, se había iniciado la aplicación de vacunas contra la COVID-19 en diversos países, lo cual podría coadyuvar a contener los contagios a nivel

mundial. No obstante, en el Reino Unido, se había constatado la existencia de una nueva cepa de coronavirus, ante lo cual, este y otros países de la Unión Europea habían aumentado las restricciones de movilidad. Tal situación, sumado a que no se había logrado un acuerdo para el *Brexit*, las bolsas y la libra habían registrado caídas. En nuestra región, si bien la situación epidemiológica había mejorado en algunos países, en otros continuaba deteriorándose. Sin embargo, los indicadores de actividad económica de corto plazo habían exhibido mejoras. En cuanto al sector industrial, en Brasil, la producción había registrado una leve expansión en términos interanuales, mientras que, en Argentina, se había verificado nuevamente una caída, luego del crecimiento observado el mes previo.

En el plano doméstico, los indicadores de corto plazo de actividad económica y demanda siguieron con un desempeño favorable en línea con las proyecciones. No obstante, se había recordado que, en términos acumulados, los niveles permanecían por debajo de los verificados en el año anterior. Por otra parte, los créditos en moneda nacional continuaron en aumento, impulsados por el consumo y el comercio al por mayor. Asimismo, el índice de confianza del consumidor había exhibido una mejora en el margen. Con relación a la situación epidemiológica, se había observado un incremento importante en el número de contagios, lo cual llevó a la implementación de nuevas medidas de contención.

En cuanto a los precios, la inflación total y las medidas subyacentes habían mostrado una trayectoria ascendente, aunque todavía se ubicaban en niveles bajos respecto del objetivo de mediano plazo. Además, conforme al escenario más probable para las variables macroeconómicas, los modelos de proyección no señalaban presiones inflacionarias significativas en el corto plazo y las expectativas de inflación se situaban en la meta para el horizonte de política monetaria.

En este contexto, el CPM consideró apropiado mantener la TPM en 0,75% y continuar así con el perfil acomodaticio de la política monetaria, a fin de seguir proveyendo impulso a la recuperación de la economía, compatible con la convergencia de la inflación a la meta del 4,0% anual en el horizonte de política monetaria.

## I. Entorno Internacional y Regional

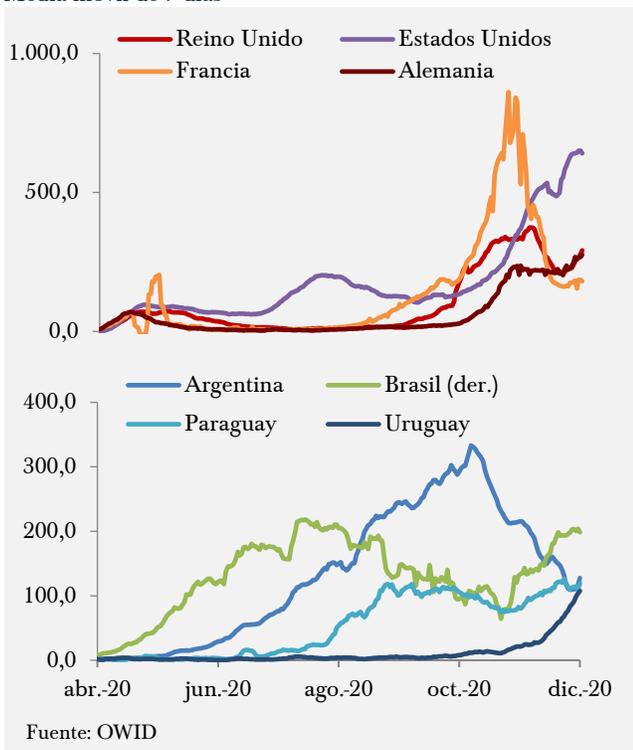
**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2020	2021	2019	2020	2021
Mundo	-3,9	5,2	2,8	-3,8	5,2
EE.UU.	-4,0	3,7	2,2	-3,5	3,9
Eurozona	-8,0	5,4	1,3	-7,4	4,6
China	2,1	8,0	6,1	2,0	8,2
Brasil	-5,3	3,5	1,4	-4,7	3,5
Argentina	-11,5	4,7	-2,1	-11,5	4,5
Socios comerciales	-7,1	4,4	0,5	-6,9	3,8
Socios Mercosur	-8,3	4,2	-0,3	-8,0	4,0

Fuente: Bloomberg

**Gráfico I.1**  
**Nuevos contagios de COVID-19 por millón de habitantes**  
Media móvil de 7 días



Fuente: OWID

En el cuarto trimestre de 2020, han continuado las señales de recuperación de la actividad económica en los indicadores de corto plazo del sector manufacturero, tanto en las economías avanzadas como en las economías de la región. No obstante, el incremento de casos de COVID-19 y las nuevas restricciones han provocado una disminución en la movilidad de las personas. Esto se ha reflejado en una leve desaceleración de los indicadores de compras del sector servicios.

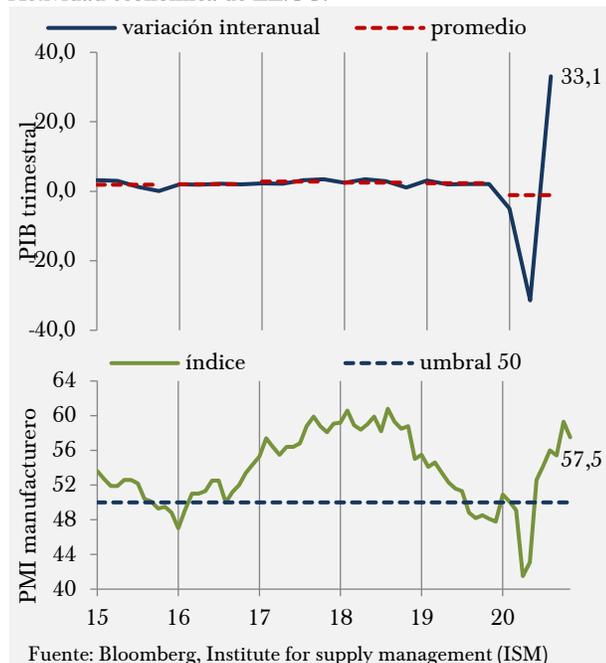
En el gráfico I.1, se puede observar que diversas economías avanzadas han alcanzado récords de niveles de contagios en el último trimestre del año, incluyendo a Estados Unidos, Francia, España, Alemania y Reino Unido. Luego de implementarse más medidas de contención, se han verificado reducciones en los casos, destacándose la efectividad de Francia. En cuanto a los países de la región, cabe resaltar el reciente aumento de casos en Brasil y Uruguay.

Si bien los rebotes de COVID-19 pueden condicionar la velocidad de la recuperación económica a nivel global, el inicio de aplicación de vacunas contra esta enfermedad en diversos países ha generado optimismo sobre las perspectivas y ha impactado positivamente en los mercados financieros. De esta manera, con respecto al informe anterior, a mediados de diciembre, las perspectivas de crecimiento económico mundial han sido corregidas levemente al alza (tabla I.1).

### Actividad económica

Respecto al último IPoM, con datos disponibles al tercer trimestre de 2020, el PIB de los Estados Unidos mostró una expansión histórica, con una tasa anualizada del 33,1% (-2,9% en términos interanuales), luego de la reducción también sin precedentes del 31,4% (-9,0% interanual) verificada en el segundo trimestre del año. La importante mejora observada en el tercer trimestre fue impulsada por incrementos en el gasto de los consumidores, en la inversión privada, en inventarios, en las exportaciones y la inversión residencial y no residencial en activos fijos. Estos resultados fueron contrarrestados en parte, por las reducciones del gasto

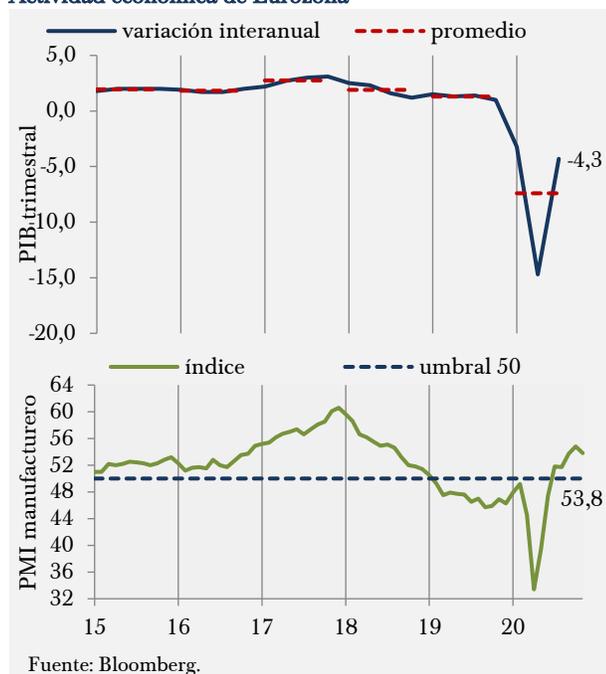
**Gráfico I.2**  
Actividad económica de EE.UU.



estatal y local del gobierno y un incremento de las importaciones. En lo que va del cuarto trimestre, el PMI del sector manufacturero se ha mantenido en zona de expansión, aunque registró una leve desaceleración en el margen, ubicándose en 57,5 en noviembre (gráfico I.2). Este resultado fue explicado, principalmente, por menores aumentos en los subíndices de nuevas órdenes y en el de producción. Cabe señalar que la expansión de la actividad manufacturera cuenta con ciertas limitaciones dadas las reconfiguraciones en las fábricas conforme a las recomendaciones sanitarias. En cuanto a las perspectivas de crecimiento para EE.UU., se estima una caída del PIB del 3,5% en el 2020 (tabla I.1).

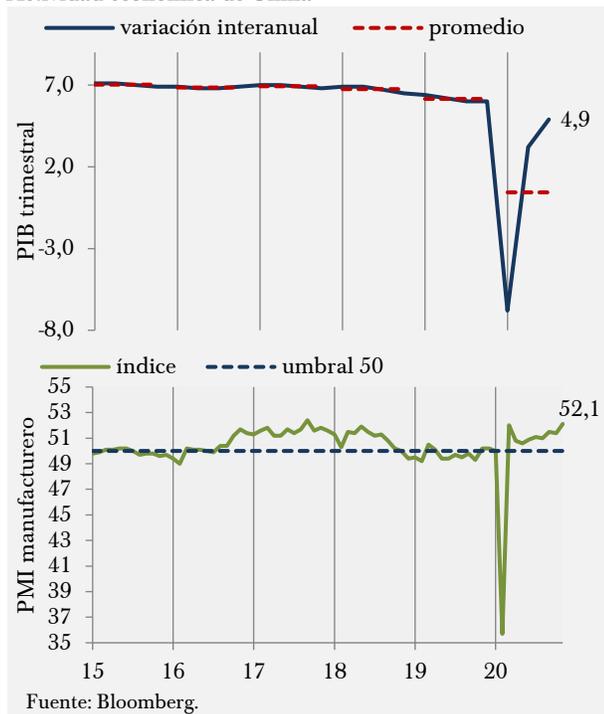
En el tercer trimestre de 2020, el PIB de la Eurozona se redujo 4,3% en términos interanuales (gráfico I.3), mostrando una recuperación considerable con respecto a la caída del 14,7% observada en el trimestre anterior. Además, se registró un incremento máximo en décadas de la serie con ajuste estacional en términos trimestrales, alcanzando una tasa de 12,5% en el tercer trimestre. El incremento en el gasto para consumo final de los hogares y en la formación bruta de capital fijo contribuyó en gran medida a la recuperación, así como el buen desempeño del sector externo y el gasto final del gobierno. Este efecto fue levemente atenuado por una pequeña variación negativa en inventarios. En cuanto al sector manufacturero, el mismo ha mostrado signos de una significativa recuperación en lo que va del cuarto trimestre, permaneciendo en zona de expansión, y alcanzando un nivel del PMI de 53,8 en noviembre. Este resultado se encuentra explicado por aumentos más lentos, pero aún marcados, de la producción y las nuevas órdenes. Por otro lado, en el sector servicios se ha verificado una desaceleración, estrechamente relacionada con los esfuerzos para contener la propagación del coronavirus. En este escenario, las perspectivas de crecimiento del PIB para la Eurozona apuntan a una tasa anual de -7,4% para 2020.

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



Por su parte, China verificó una expansión en el tercer trimestre, con una tasa de variación en el PIB del 4,9% interanual, luego de la expansión del 3,2% observado en el trimestre anterior (gráfico I.4). Cabe destacar el crecimiento interanual de las actividades de comunicaciones y servicios tecnológicos, construcción, finanzas, servicios inmobiliarios y las manufacturas. En el cuarto trimestre, el índice PMI del sector manufacturero se ha mantenido en zona de expansión, cerrando el mes de noviembre en 52,1. En cuanto

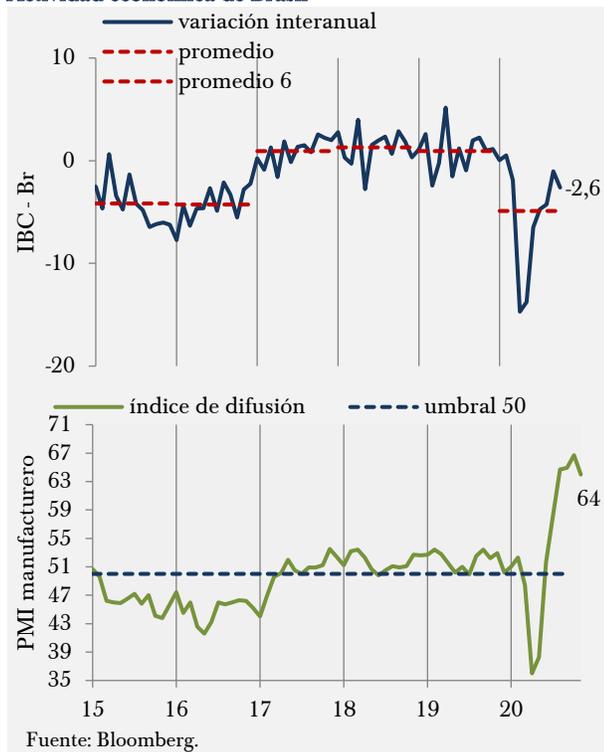
**Gráfico I.4**  
Actividad económica de China



a sus componentes, los subíndices de producción, nuevas órdenes y exportaciones crecieron a tasas más rápidas que en meses anteriores, mientras que el de empleo sigue en zona de contracción, pero con pérdidas menores. En este contexto, se estima un crecimiento del 2,0% de la economía china para 2020 (tabla I.1).

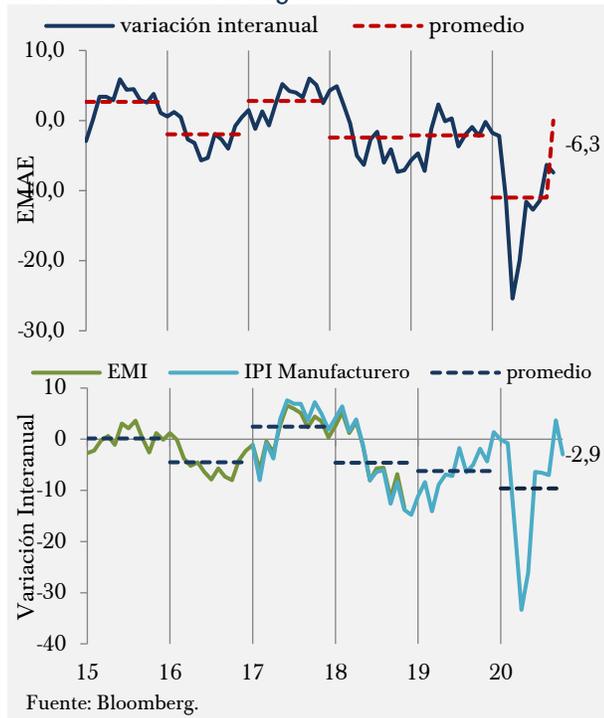
En Brasil, el PIB del tercer trimestre disminuyó 3,9% interanual, notándose una mejora en comparación a la contracción del 10,9% observada en el trimestre anterior. El crecimiento con relación al trimestre anterior fue de 7,7%, resultado que se debió principalmente al crecimiento de los sectores de industrias, servicios y construcción. Por otro lado, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró una variación interanual de -2,6% en octubre, mostrando una leve desaceleración respecto al mes previo. El PMI manufacturero continuó en zona de expansión en noviembre de 2020, aunque a un menor ritmo que el mes anterior, registrando un índice de 64. Este resultado se explica por la expansión de la producción, que a su vez fue impulsado por el crecimiento sostenido en las ventas y las exportaciones (gráfico I.5). En este contexto, para el presente año se espera que la economía brasileña se contraiga -4,7% anual.

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

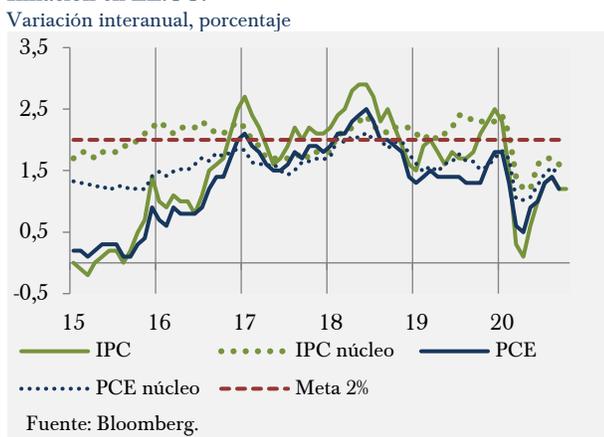


En Argentina, también se han observado mejoras en la actividad económica. El PIB del tercer trimestre registró una caída del 10,2% interanual, reducción menor en comparación a la retracción del 19% presentada en el trimestre anterior. Respecto al segundo trimestre, el crecimiento registrado en la serie desestacionalizada fue de 12,8%, presentando mejoras en todos los componentes del gasto, a excepción de las exportaciones. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina exhibió una contracción del 7,4% interanual en octubre de 2020 (gráfico I.6), tasa más favorable con relación al crecimiento promedio del trimestre anterior. Las actividades con mayor incidencia negativa en este resultado fueron las de transporte y comunicaciones y hoteles y restaurantes, mientras que la única actividad con una incidencia positiva fue la de intermediación financiera. Conforme al Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), en octubre, la producción manufacturera se redujo 2,9% interanual, luego del incremento constatado en el mes anterior. La cifra de octubre se explica principalmente por las disminuciones constatadas en prendas de vestir y calzados, industrias metálicas básicas (industria siderúrgica)

**Gráfico I.6**  
Actividad económica de Argentina



**Gráfico I.7**  
Inflación en EE.UU.



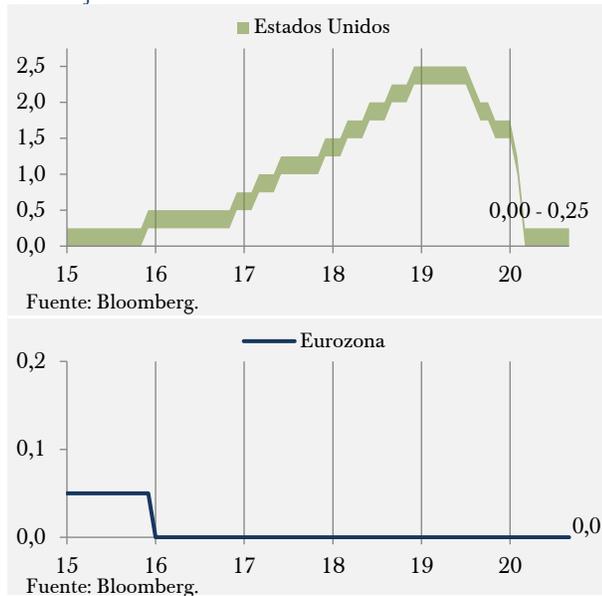
y refinación de petróleo. Con estos datos se espera una tasa de variación del producto del -11,5% para el 2020.

## Inflación y Política Monetaria

En EE.UU. se observó una disminución de la inflación en noviembre, con relación a lo registrado en el último mes del trimestre anterior. Así, la inflación medida por el IPC se situó en 1,2% interanual en noviembre (gráfico I.7). Esta moderación se explicó principalmente por un menor incremento de los precios de alimentos, renta y automóviles, y una caída en los precios de productos relacionados a la salud y la energía. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 1,6% interanual. En cuanto a la inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés), los datos a octubre muestran que se desaceleró respecto al mes anterior, situándose en 1,2% interanual, mientras que la inflación núcleo siguió la misma trayectoria y se ubicó en 1,4%. Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ha mantenido el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 0% - 0,25%, teniendo en cuenta una demanda más débil y una inflación menor a la meta del 2% (gráfico I.8). Se espera que la Reserva Federal no realice modificaciones a las tasas de fondos federales y que continúe con sus medidas no convencionales de compras de activos hasta que las condiciones de empleo e inflación se adecuen a lo esperado.

En la Eurozona, la tasa de inflación se ubicó en -0,3% interanual en noviembre por tercer mes consecutivo, mostrando un nivel menor al promedio observado en el tercer trimestre del año. Este resultado es explicado por las reducciones en los precios del sector energético y bienes industriales no energéticos, atenuadas por un incremento mayor en los precios del sector servicios y un incremento más moderado de los precios en alimentos, bebidas y tabaco. La inflación núcleo también se mantuvo sin cambios desde septiembre hasta noviembre, ubicándose en 0,2% (gráfico I.9). Con relación a la política monetaria, 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.8). Se espera que dichas tasas se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación

**Gráfico I.8**  
**Tasa de Política Monetaria en EE.UU. y Eurozona**  
Porcentaje



**Gráfico I.9**  
**Inflación en Eurozona**  
Variación interanual, porcentaje



hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en su horizonte de proyección. Adicionalmente, el Consejo de Gobierno ha decidido incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en la última reunión de política monetaria, profundizando medidas no convencionales para poder asegurar la liquidez en todos los países que forman parte de la Eurozona.

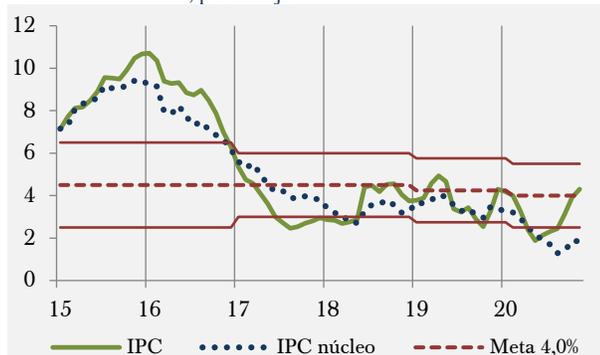
En la región, la inflación de Brasil en los últimos meses del año mostró un incremento de precios por encima de las expectativas, con una tasa de 4,3% interanual en noviembre de 2020. Este nivel de inflación se explica por un incremento considerable en los precios de alimentos y bebidas, y en menor medida, a incrementos en el precio de transporte, artículos del hogar, salud, gastos personales, educación y comunicación. Por otro lado, el rubro de vestimenta mostró reducciones. En cuanto a la inflación núcleo, la misma cerró con una tasa de variación interanual del 1,9% en noviembre. El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) mantuvo la tasa Selic en 2% en el mes de diciembre, como medida para apoyar la recuperación de la actividad económica. Por otro lado, el Copom señaló que desde la adopción del *forward guidance*<sup>3</sup> en agosto, se ha producido una reversión de la tendencia a la baja de las expectativas de inflación con relación a las metas del horizonte relevante de política monetaria, por lo cual muy pronto, las condiciones para mantener el *forward guidance* podrían dejar de cumplirse. En caso de retiro de este instrumento, la conducción de la política monetaria seguirá la prescripción del sistema de metas de inflación, con base en el análisis de la inflación prospectiva y su balance de riesgos (gráfico I.10).

En el caso de Argentina, se nota una mayor moderación de la inflación desde el último IPoM. Esta se situó en 35,8% interanual en noviembre de 2020, mostrando tasas más bajas a las observadas en los meses del trimestre anterior (gráfico I.11). Durante el último trimestre del año, el gobierno argentino ha continuado trabajando en la reestructuración de su deuda, llegando a acuerdos con el fin de reducir el capital adeudado, extender vencimientos y reestructurar en moneda nacional pasivos denominados en moneda extranjera. En este sentido, continúan las conversaciones

<sup>3</sup> El *forward guidance*, o en español orientación a futuro, es una herramienta que utilizan los bancos centrales para comunicar al público el probable curso futuro de la política monetaria. Cuando los bancos centrales brindan orientación futura, las personas y las empresas utilizarán esta información para tomar decisiones sobre gastos e inversiones. Por lo tanto, la orientación futura sobre la política futura puede influir en las condiciones financieras y económicas de hoy.

**Gráfico I.10**  
**Inflación en Brasil**

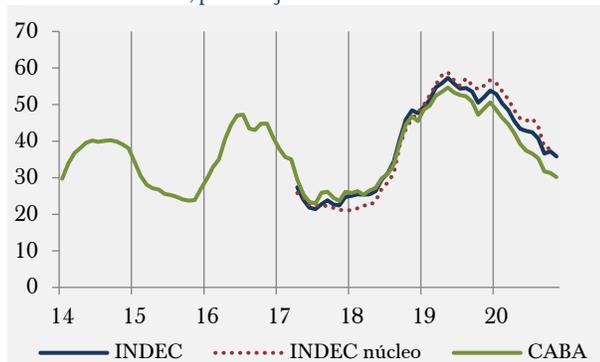
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.11**  
**Inflación en Argentina**

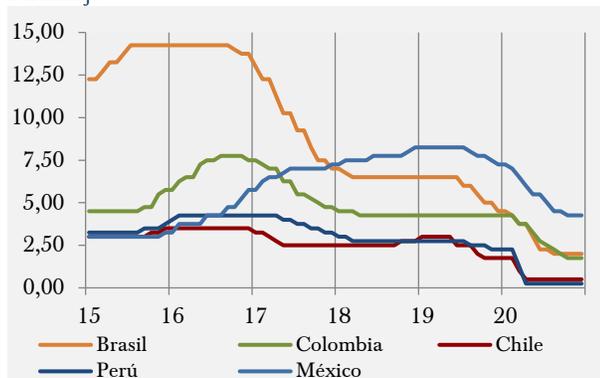
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.12**  
**Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación**

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

con el Fondo Monetario Internacional, acreedor de una porción importante de la deuda de este país. Adicionalmente, en comparación con el IPoM anterior, el Banco Central de la República Argentina redujo el límite inferior de la tasa de interés de Leliq a 36,0% en octubre y luego lo incrementó nuevamente a 38% en noviembre.

En otras economías de la región, Colombia y México redujeron sus tasas de política monetaria en 25 puntos básicos con relación al cierre del tercer trimestre de 2020, situándose en 1,75% y 4,25%, respectivamente. En cambio, Chile y Perú mantuvieron sus tasas en 0,5%, y 0,25%, respectivamente. Los bancos centrales de la región continúan adoptando una política monetaria acomodaticia, teniendo en cuenta las bajas presiones inflacionarias, con el propósito de estimular la actividad económica (gráfico I.12).

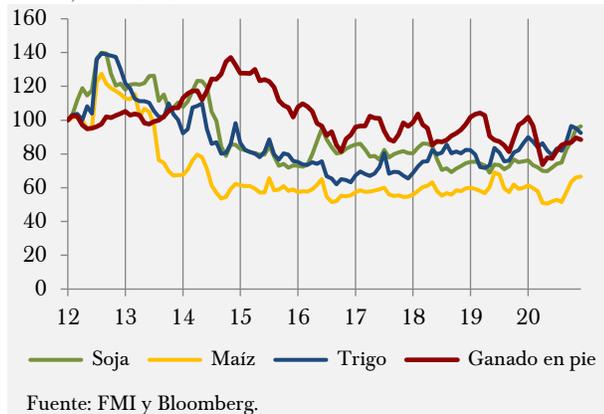
### Materias primas

Los *commodities* agrícolas han continuado revelando una tendencia al alza en sus cotizaciones al cuarto trimestre del año. El precio de la soja en Chicago se ha incrementado en un 16,5% respecto al cierre del trimestre anterior. Este comportamiento se encuentra explicado principalmente por las expectativas de una menor producción de países como EE.UU. y Argentina como consecuencia de condiciones climáticas adversas que podrían afectar los niveles de producción a nivel global. A su vez, un aumento de la demanda por parte de China ha ejercido una presión al alza de precios. Asimismo, se ha notado un incremento en las cotizaciones del trigo (5,9%), el maíz (16,1%) y ganado en pie (2,4%) respecto a lo verificado en septiembre del presente año. De esta manera, se espera que estos niveles se mantengan, teniendo en cuenta el aumento del nivel de exportaciones de productos primarios y las expectativas de un menor nivel de producción (gráfico I.13).

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, tanto el Brent como el WTI, han verificado incrementos en sus precios en el cuarto trimestre. A mediados de diciembre, el Brent registró un incremento del 17,5% con relación a los precios promedio de septiembre, mientras que, para el WTI el aumento fue 16,1% (gráfico I.14). Esta mejora se explica principalmente por la mayor demanda y el optimismo sobre una recuperación económica más rápida generada a partir del inicio de la aplicación de las vacunas contra la COVID-19 en diversos países. Por otro lado, el acuerdo de restricción

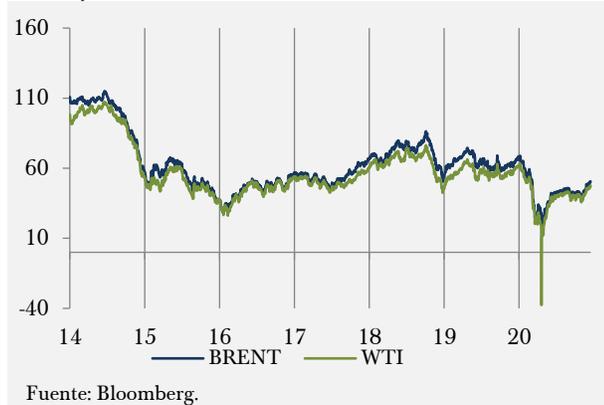
**Gráfico I.13**  
Precios de *commodities*

Índices, enero 2012 = 100



**Gráfico I.14**  
Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril



**Gráfico I.15**  
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

Rendimientos (%)



de la producción al que se ha llegado en la última reunión de diciembre de la OPEP también explica el aumento de cotizaciones.

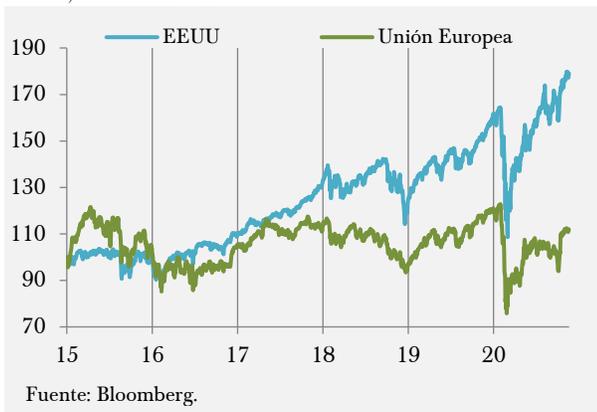
### Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.15). Esto se ha dado como resultado de las perspectivas positivas sobre el nuevo paquete de estímulos, que deberá ser financiado a través de nuevas emisiones de deuda por parte del gobierno estadounidense, esperando que esto tenga un impacto negativo en los precios, y a su vez un incremento en los rendimientos de los mismos.

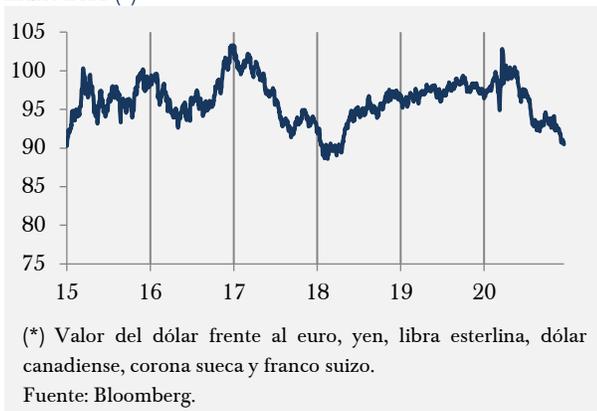
Los principales índices de bolsas de EE.UU. y de la Eurozona han mostrado una trayectoria ascendente desde el último IPoM. En EE.UU., se observan signos de recuperación de los indicadores de desempeño del mercado bursátil, impulsados por los resultados de las elecciones presidenciales de los Estados Unidos, notándose una mayor confianza de los inversores en el mercado. A su vez, la confirmación de la efectividad de las vacunas contra la COVID-19 y su posterior aprobación para el inicio de la aplicación en diversas economías promueven un optimismo con relación a las perspectivas de recuperación económica. Con esto, a mediados de diciembre se pudo observar un incremento del 9,4% del S&P500 con respecto al nivel promedio de septiembre (gráfico I.16). A su vez, el Euro STOXX 50 ha mostrado una tendencia al alza a lo largo del último trimestre del año. Así, a mediados de diciembre se incrementó 8,0% en comparación con el nivel promedio de septiembre. No obstante, la nueva cepa de coronavirus descubierta en el Reino Unido y las nuevas restricciones como medida de contención de contagios en el último tramo del año pueden afectar la tendencia.

Conforme a la evolución del índice DXY, a mediados de diciembre, se verificó una depreciación del dólar del 3,6% respecto al valor del cierre del tercer trimestre de 2020 (gráfico I.17). Este comportamiento se encuentra explicado en parte por el optimismo de los inversores ante las noticias favorables de los avances con las vacunas y el inicio de aplicación en diversos países, lo cual ha propiciado una menor percepción de riesgo de los mercados emergentes.

**Gráfico I.16**  
**Mercados bursátiles internacionales**  
Índices, enero 2015 = 100



**Gráfico I.17**  
**Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales**  
Índice DXY (\*)

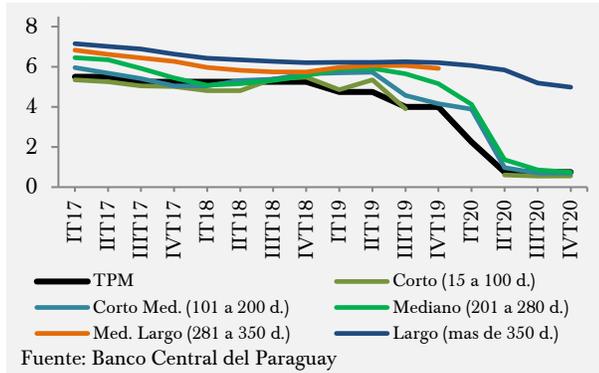


## II. Mercados Financieros

**Gráfico II.1**

**Tasas de política monetaria y de IRM**

Porcentaje

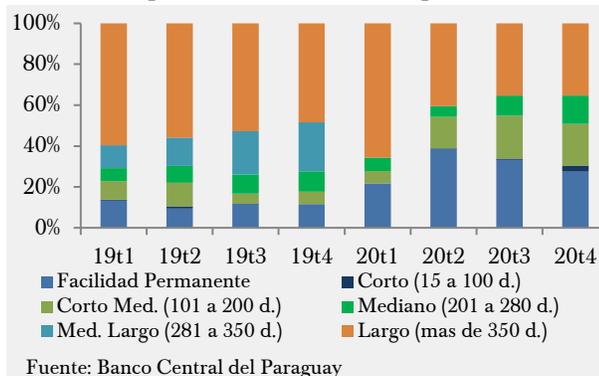


**Política Monetaria**

En el plano internacional, se ha verificado una corrección al alza en las perspectivas de crecimiento, coherente con los mejores resultados de los indicadores de actividad económica. En Europa, las medidas de contención de la segunda ola de contagios de COVID-19 han derivado en nuevas restricciones a la actividad, aunque en menor medida que las aplicadas en el primer semestre del año. En cuanto a los desarrollos de vacunas, han surgido noticias alentadoras que podrían ayudar a reducir o mitigar la incertidumbre económica derivada de la pandemia. Por su parte, en la región, la situación epidemiológica ha mejorado en algunos países, mientras que en otros continúa deteriorándose. Los indicadores de actividad económica de corto plazo aún registran caídas interanuales, aunque se ven mejoras recientes. Concretamente, en Argentina y Brasil, se ha observado una expansión interanual de la producción industrial por primera vez en meses.

**Gráfico II.2**

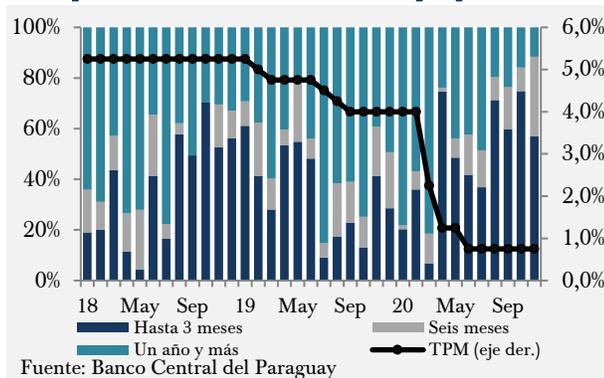
**Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días**



En el escenario doméstico, los indicadores de actividad y de demanda han mostrado un mejor desempeño con relación a los mínimos de abril, consistente con el repliegue gradual de las medidas sanitarias preventivas y la reapertura de algunos sectores económicos. No obstante, es apropiado puntualizar que, en términos acumulados, los niveles han seguido por debajo de los observados en el año anterior. En cuanto a los precios, la inflación total ha repuntado durante este periodo, aunque continúa en niveles bajos al igual que las medidas subyacentes.

**Gráfico II.3**

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



En este contexto, el Comité de Política Monetaria ha considerado que el actual perfil expansivo de la política monetaria sigue siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección, decidiendo mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 0,75% durante todo el cuarto trimestre. En línea con esta decisión, las tasas de interés de los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM) se han mantenido estables (gráfico II.1).

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

Variación interanual, porcentaje



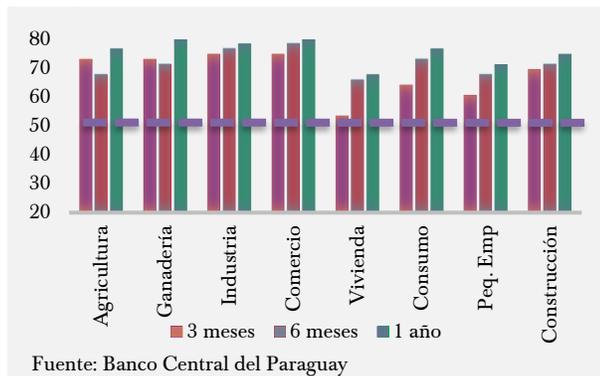
Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.5**  
**¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?**



Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico II.6**  
**Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito**



Fuente: Banco Central del Paraguay

## Instrumentos de Regulación Monetaria

Al cierre del mes de noviembre de 2020, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de mediano plazo (201 a 280 días) y de corto plazo (15 a 100 días), con respecto al tercer trimestre de este año. Así, la participación actual, del de mediano plazo fue de 12,0% y del corto plazo fue de 2,6%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 3,61 p.p. y 2,07 p.p. para el mediano plazo y el corto plazo, respectivamente, (gráfico II.2).

Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD), al cuarto trimestre de 2020, se redujo 7,7% con relación al trimestre anterior, explicado por la disminución registrada en la facilidad permanente (-6,77 p.p.) y la reducción de las colocaciones en títulos de largo plazo (-2,35 p.p.) y en las de corto mediano plazo (-1,84 p.p.), mientras que las de corto plazo y de mediano plazo, tuvieron una incidencia positiva.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), se ha observado un mayor apetito por los instrumentos de hasta 3 meses, comparado con el tercer trimestre del año. Así, en el cuarto trimestre de 2020, la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 67,2% del total, de 6 meses representó el 18,8% y la de 1 año y más representó el 14,1% (gráfico II.3).

## Condiciones Financieras

Desde el IPoM anterior, los créditos totales han continuado expandiéndose, explicada por el crecimiento de los préstamos en moneda local, que ha compensado la caída de los préstamos en moneda extranjera.

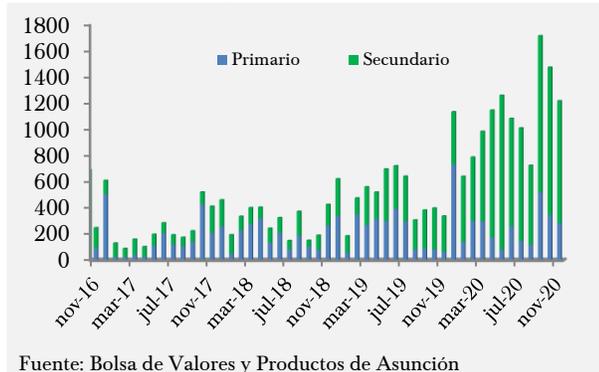
En el mes de noviembre, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 14,2%, superior a la tasa registrada en septiembre (13,8%). Los créditos en moneda extranjera mostraron una variación interanual de -7,8% en noviembre, lo cual representó una mejora en el margen con respecto al mes de septiembre (-9,9%) (gráfico II.4).

Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito del tercer trimestre del año 2020 registraron una mejora con respecto a los dos primeros trimestres del año, pasando de un 4% al 25% la respuesta de los encuestados que consideran que la situación actual es

### Gráfico II.7

#### Volumen negociado en la BVPASA

En miles de millones de guaraníes

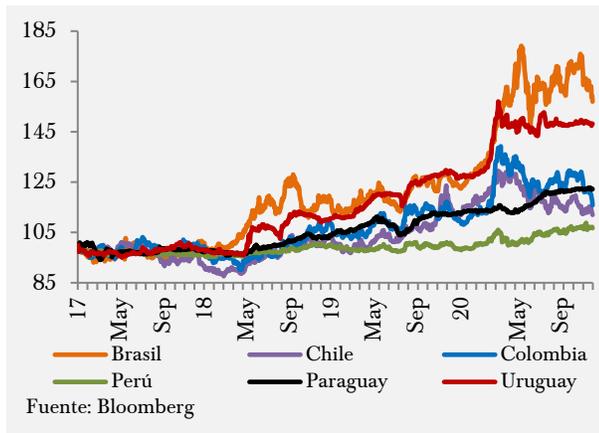


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción

### Gráfico II.8

#### Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2017=100

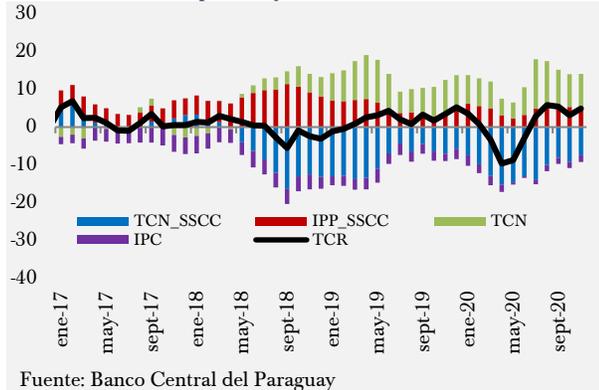


Fuente: Bloomberg

### Gráfico II.9

#### Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

óptima para el otorgamiento de créditos, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica (gráfico II.5).

Por su parte, las expectativas para la concesión del crédito por sectores se encuentran en su mayoría en la zona de expansión para los próximos 3, 6 y 12 meses (gráfico II.6).

### Mercado Bursátil

Al mes de noviembre, el volumen negociado en bolsa registró un incremento interanual del 130,6%. Este crecimiento se explica por el aumento de las operaciones de reporto (1,075%), de las operaciones de derivados (50,5%) y las operaciones de renta fija (11,5%). Por su parte, las operaciones de renta variable disminuyeron 33% en el mismo periodo considerado.

Del total negociado hasta noviembre del presente año, el 22,1% correspondió a transacciones en el mercado primario y 77,9% al mercado secundario (gráfico II.8).

Por su parte, las transacciones en la bolsa se distribuyeron de la siguiente manera: operaciones de reporto 57,8%, operaciones de renta fija 39,9%, operaciones de renta variable 1,3% y operaciones de derivados 1,0%.

Las operaciones de reporto desde enero hasta noviembre del presente año registraron movimientos por valor de 6.950.320 millones de guaraníes. A noviembre del 2019 las operaciones de reporto representaban el 11,3% de las operaciones en bolsa, sin embargo, a noviembre del 2020 las operaciones de reporto se incrementaron hasta alcanzar el 57,8% de las operaciones totales de bolsa. Este fuerte crecimiento es consecuencia de la alta demanda de liquidez que obligó a las empresas a recurrir a la bolsa de valores.

En noviembre, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 9,8% anual, mientras que la tasa en moneda extranjera se ubicó en 6,6% anual.

### Tipo de cambio

Al cierre del mes de noviembre de 2020, la mayoría de las monedas de la región se han apreciado con respecto a las cotizaciones registradas a finales del tercer trimestre del año, como el peso colombiano 5,9%, el real



brasileño 4,5% y el peso chileno 2,2%. En contrapartida el guaraní (0,7%) y el sol peruano (0,1%) se depreciaron en el mismo periodo.

Por otra parte, en noviembre de 2020, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 0,4% con respecto al cierre del tercer trimestre del año. Explicado por una mayor inflación externa a la inflación doméstica y una leve depreciación de la moneda, gráfico II.9).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

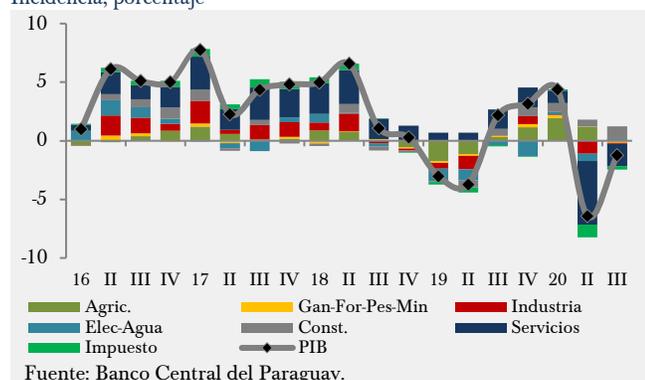
Sectores	Pond. 2019	2019				2020		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agricultura	5,8	-14,4	-12,8	5,4	18,2	18,1	15,1	1,2
Gan, forestal, pesca y min	3,4	-5,0	-5,8	3,5	9,4	9,3	0,3	-4,8
Industria	19,6	-2,6	-5,8	0,2	3,6	0,3	-5,8	-0,4
Elect. y agua	7,0	-12,2	-12,3	-4,9	-15,4	2,8	-8,6	1,1
Construcción	6,8	-1,3	-9,8	8,9	12,8	13,1	10,4	15,8
Servicios	49,7	1,6	1,5	3,3	3,4	2,3	-10,9	-3,9
Impuestos a los productos	7,7	-3,0	-5,6	-1,4	-0,7	1,5	-14,3	-3,7
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-1,2</b>
PIB sin Agric. y sin Bin.	89,7	0,0	-2,2	2,6	3,9	2,9	-7,8	-1,4

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. 2019	2019				2020		
		I	II	III	IV	I	II	III
<b>Demanda Interna</b>	<b>99,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>-7,3</b>	<b>-6,4</b>
Consumo hogares	66,8	0,8	1,3	2,8	2,1	1,7	-7,6	-5,4
Consumo gobierno	11,5	2,7	5,1	5,4	5,4	6,7	0,1	5,3
FBK	20,8	-15,5	-25,5	-3,3	21,8	18,9	-11,4	-16,3
FBKF*	19,5	-6,2	-15,7	-4,2	1,3	7,1	0,6	9,8
Exportaciones	38,6	-3,6	-3,4	2,0	-8,4	-5,9	-21,9	-1,2
Importaciones	37,8	-4,8	-5,2	0,8	0,4	-1,5	-27,2	-14,8
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-1,2</b>

\* En el segundo trimestre se observó una desacumulación de existencias de productos agrícolas, combustibles y lubricantes y bebidas y tabacos.

Fuente: Banco Central del Paraguay

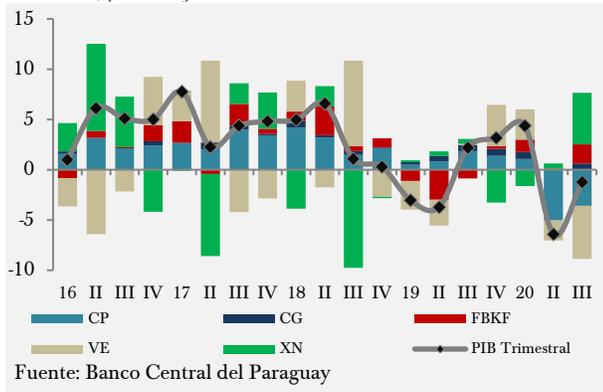
#### Actividad y demanda

En el plano local, la actividad económica y la demanda han mostrado un mejor desempeño en el tercer trimestre, coherente con la mayor flexibilización de las medidas de contención social y la apertura de más sectores económicos que anteriormente se encontraban restringidos para operar. En el periodo comprendido entre julio y septiembre, el PIB registró nuevamente una contracción de -1,2%, aunque la misma fue bastante menor a la observada en el segundo trimestre (-6,4%). Esta mejora se explicó por el repunte del sector secundario, impulsado por la expansión de las construcciones y la menor caída de las manufacturas. En el sector terciario, se sigue verificando una retracción, aunque también mucho menor a lo observado en el segundo trimestre. Por su parte, el sector primario experimentó una menor dinámica con respecto a los registros del primer semestre, por la desaceleración de la agricultura, aunque la misma sigue mostrando tasas de crecimiento muy significativas (13,2% acumulada al cierre del tercer trimestre). Por el lado del gasto, la inversión ha crecido a una tasa importante, mientras que el consumo privado redujo su ritmo de contracción interanual. Finalmente, la menor caída de las exportaciones y la debilidad de las importaciones han posibilitado una incidencia positiva relevante de la demanda externa neta. Con este resultado, la tasa de variación acumulada al tercer trimestre de 2020 es de -1,0%.

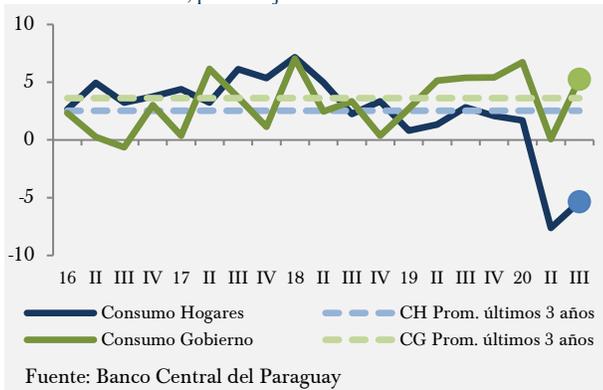
El sector de los servicios mostró un desempeño desfavorable, debido a las medidas sanitarias aplicadas para atenuar el impacto de la COVID-19. En el tercer trimestre, el sector registró una contracción de 3,9% en términos interanuales (tabla III.1). En este comportamiento han incidido negativamente el comercio, los restaurantes y hoteles, los servicios a los hogares y los servicios a las empresas. En contrapartida, las telecomunicaciones, la intermediación financiera y los servicios gubernamentales presentaron un desempeño positivo. Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula una variación negativa de -4,2%.

Por su parte, el sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó una variación interanual de -4,8% en el tercer trimestre. Este resultado está explicado principalmente por el menor nivel de faenamiento de ganado bovino y de

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



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



**Gráfico III.4**  
**Importaciones para consumo interno (excl. combustibles y bienes de capital)**



aves. Además, las actividades relacionadas a los productos forestales y la pesca registraron también resultados desfavorables. Sin embargo, estos resultados han sido atenuados parcialmente por la buena producción de otros productos pecuarios como cerdo y leche cruda. En el agregado, este sector ha acumulado una variación de 1,3% al cierre del tercer trimestre de 2020.

La actividad manufacturera presentó una leve reducción interanual de -0,4%, explicada principalmente por el menor desempeño de la producción de productos textiles y prendas de vestir, aceites, azúcar, carnes, papel y productos del papel, productos metálicos, industria de la madera, productos químicos, cueros y calzados, minerales no metálicos y maquinarias y equipos. No obstante, se observaron resultados positivos en la producción bebidas y tabaco, lácteos, molinería y panadería y metales comunes. La tasa de variación acumulada para este sector se ubicó en -1,9% al cierre del tercer trimestre.

Por su parte, el sector agrícola presentó una variación de 1,2% con respecto al mismo trimestre de 2019 (según los últimos registros oficiales del MAG), explicado por los mejores niveles de producción de la soja, acompañados de otros rubros agrícolas como la caña de azúcar, arroz y maíz. No obstante, estos resultados han sido parcialmente atenuados por las variaciones negativas registradas en la producción de trigo y mandioca. Al cierre del tercer trimestre, el sector acumula un crecimiento de 13,2%.

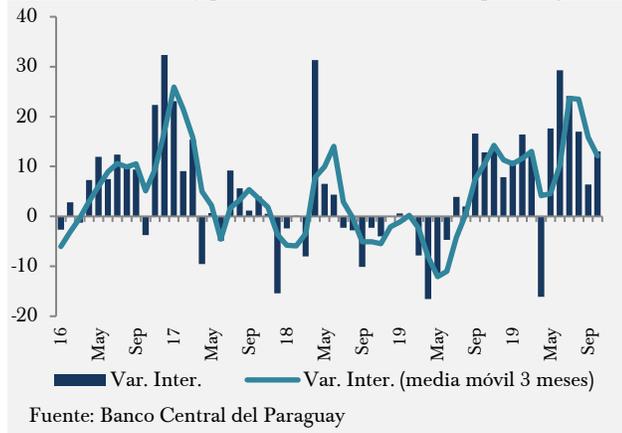
Así también, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó un crecimiento interanual de 1,1%. El desempeño favorable del trimestre esta explicado por los resultados positivos observados en la *distribución* de electricidad y agua. Sin embargo, la generación de energía eléctrica por parte de las binacionales ha verificado tasas negativas al compararlas con el mismo trimestre de 2019, que sigue siendo afectada por el menor caudal hídrico del Río Paraná. La variación acumulada del sector al tercer trimestre se sitúa en -1,4%.

Por último, el sector de la construcción presentó un crecimiento de 15,8% en el tercer trimestre de 2020. El desempeño de la actividad estuvo explicado por la continuidad en el dinamismo en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. Cabe destacar, que las mejores condiciones climáticas también coadyuvaron al mejor

### Gráfico III.5

#### Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



desempeño de este sector respecto a igual periodo de 2019. El sector acumula un crecimiento de 13,2% al tercer trimestre de 2020.

Desde la perspectiva del gasto, en el tercer trimestre de 2020, la disminución del PIB ha estado relacionada principalmente a la reducción de la demanda interna con una retracción de -6,4. Los componentes con mayor efecto interanual han sido el consumo total (-3,8%) y la formación bruta de capital (-16,3%).

Al desagregar el consumo total, el consumo privado ha verificado una tasa interanual de -5,4%, debido básicamente a una disminución en los gastos en servicios, en especial los relacionados con recreación, educación y salud. También los gastos en bienes durables, que incluyen las compras de electrodomésticos y vehículos, y los gastos en bienes no durables (que incluyen principalmente alimentos y combustibles) registraron una variación negativa. Por su parte, el consumo público ha verificado un crecimiento de 5,3% en términos interanuales, mostrando esta trayectoria positiva por décimo cuarto trimestre consecutivo.

La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha registrado una variación interanual positiva de 9,8% con respecto al mismo trimestre de 2019. Este desempeño ha estado influenciado, principalmente, por el mayor nivel de las construcciones, no obstante, la inversión en maquinarias y equipos y productos metálicos han atenuado este crecimiento.

Por el lado de la demanda externa, la exportación de bienes y servicios ha presentado una disminución interanual de -1,2%, resultado que se explica fundamentalmente por las reducciones observadas en las reexportaciones (régimen de turismo), de maquinarias y equipos, energía eléctrica, maíz y trigo y productos químico-farmacéuticos. Sin embargo, la soja, aceites y la carne han registrado comportamientos positivos, atenuando la caída en las exportaciones totales. A su vez, las importaciones de bienes y servicios se han reducido interanualmente en -14,8%, debido a las retracciones registradas en maquinarias y equipos, combustibles y lubricantes, vehículos automotores y productos químicos. Con estos resultados, la demanda externa neta verificó una importante contribución interanual positiva en el tercer trimestre de 2020.

### Gráfico III.6

#### Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



### Gráfico III.7

#### Importaciones bajo el régimen de turismo

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)

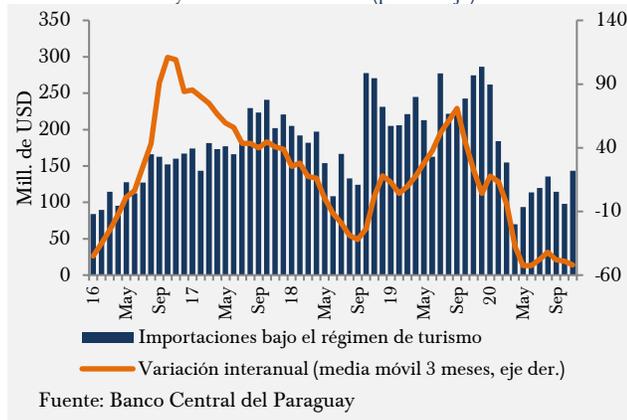
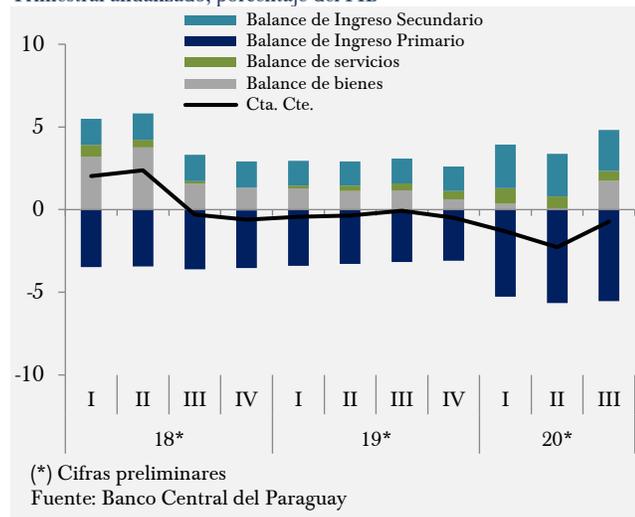


Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha incidido en la disminución del PIB en el tercer trimestre de 2020, con -6,4 puntos porcentuales (p.p.), principalmente debido al consumo total, que registró una incidencia negativa de -3,0 p.p. y a la FBK con una incidencia de -3,4 p.p. De forma contraria, la demanda externa incidió positivamente en el PIB con 5,1 p.p.

Finalmente, de acuerdo con los indicadores adelantados de corto plazo, la actividad económica continuaría mostrando una leve retracción interanual en el cuarto trimestre de 2020, evolucionando conforme a las proyecciones previstas para el cierre de 2020 del -1,0%.

Cuenta Corriente<sup>4</sup>

El saldo de la cuenta corriente del año 2020 se ha revisado al alza respecto al IPoM anterior pasando de USD255,5 millones a USD820,1 millones. La revisión se dio principalmente por un ajuste en el resultado de la balanza comercial, que pasó de USD902 millones estimados en el IPoM anterior a USD 1.354 millones en el presente informe, cerrando la cuenta corriente con un superávit de 2,3% del PIB. Respecto al informe anterior, se han registrado menores importaciones a las previstas y niveles de exportaciones relativamente similares a los estimados previamente. Es importante señalar que, los ajustes realizados respecto al IPoM anterior en las diversas cuentas se deben principalmente a los nuevos datos a noviembre y, en menor medida, a la adopción de una nueva metodología conforme al Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI<sup>5</sup>.

En términos anuales, considerando las últimas estimaciones de las exportaciones totales, se ha verificado una reducción respecto a los niveles de 2019, aunque inferior a la estimada en el IPoM anterior. Esta disminución se debe al magro desempeño de las reexportaciones y otras exportaciones que fueron afectadas por la retracción del comercio fronterizo ante las medidas sanitarias adoptadas en la lucha contra la propagación de la COVID-19<sup>6</sup>, y que atenuaron la buena dinámica de las exportaciones registradas, impulsada por los

Tabla III.3

Cuenta Corriente

	2019*	2020*	2021 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill de USD)</b>	<b>-217,8</b>	<b>820,1</b>	<b>398,8</b>
Balanza Comercial	210,6	1.354,0	764,3
Exportaciones	12.123,4	11.005,4	12.153,2
Importaciones	-11.912,8	-9.651,4	-11.388,9
Servicios	191,5	136,4	211,0
Renta	-1.197,1	-1.185,7	-1.105,6
Transferencia Corriente	577,3	515,3	529,1
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

<sup>4</sup> Conforme a la presentación de los resultados finales de los datos de Inversión Extranjera Directa, los saldos en la cuenta corriente del 2018 y 2019 fueron ajustados de USD -69,9 millones a USD -67,3 millones (-0,2% del PIB) para el año 2018 y de USD -385,5 millones a USD -211,6 millones (-0,5% del PIB) para el año 2019.

<sup>5</sup> En el marco del fortalecimiento de las Estadísticas del Sector Externo, los datos de la serie han sido revisados y actualizados conforme al Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI: [www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-i131](http://www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-i131)

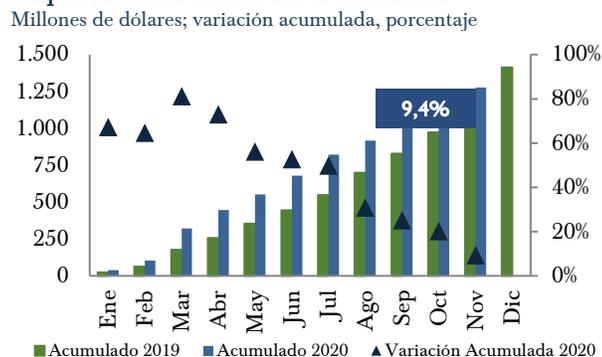
<sup>6</sup> Incluyendo el cierre de frontera con Brasil desde marzo hasta la primera quincena de octubre del 2020.

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

	Nov. 2019	Nov. 2020	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>30.886</b>	<b>28.993</b>	<b>-6,1%</b>
Ingresos tributarios	21.858	20.448	-6,5%
Contrib. sociales	1.991	2.271	14,1%
Donaciones	1.336	1.040	-22,2%
Otros ingresos	5.700	5.234	-8,2%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>29.135</b>	<b>33.207</b>	<b>14,0%</b>
Rem. a los empleados	13.892	14.867	7,0%
Uso de bienes y serv.	2.831	3.030	7,0%
Intereses	1.936	2.502	29,3%
Donaciones	4.181	3.895	-6,9%
Prestaciones sociales	5.010	7.771	55,1%
Otros gastos	1.285	1.142	-11,1%
<b>Balance operativo</b>	<b>1.751</b>	<b>-4.215</b>	
Adquisición neta de activos no financieros	5.853	6.404	<b>9,4%</b>
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	<b>-4.103</b>	<b>-10.619</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

envíos de soja y carnes, sobre todo en los meses de octubre y noviembre.

Las importaciones, por su parte, han observado una dinámica diferente a la de las exportaciones en la última parte del 2020, por lo que se estima una mayor caída para el año respecto a la estimada en el IPoM anterior. Este comportamiento se ve explicado por las reducciones de las importaciones para uso interno, así como de aquellas relacionadas al régimen de turismo, que no han tenido la recuperación esperada en el último periodo, considerando la mejora en los niveles de actividad económica y la apertura del puente de la amistad en la frontera con Brasil, a mediados del mes de octubre de 2020.

Para el año 2021, se proyecta una recuperación en los niveles de las exportaciones sustentados en una mejora esperada de los precios de los *commodities* y un desempeño más favorable de las reexportaciones. Así, la expansión de las exportaciones estaría en alrededor del 10% para el próximo año.

Las proyecciones del PIB por el lado de la demanda señalan un repunte del consumo privado para el 2021, lo cual repercutirá positivamente en las importaciones para uso interno. La expectativa de recuperación de la actividad en las economías de la región, principalmente en Brasil, sumada a los avances en las vacunas contra la COVID-19, presagian un mejor escenario en el comercio de frontera, que permitirán recuperar el dinamismo de las reexportaciones, y, por tanto, de las importaciones bajo el régimen de turismo. En este contexto, para el 2021 se proyectan un crecimiento de las importaciones en torno al 18%.

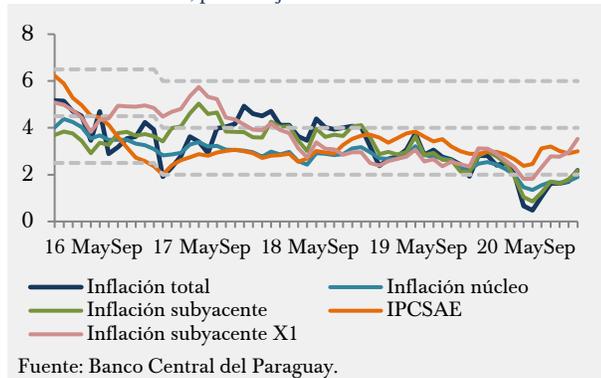
Finalmente, con estas proyecciones, la cuenta corriente para el siguiente año da como resultado un superávit menor al 2020, en torno a los USD 398 millones que se ubicaría en 1,1% del PIB).

## Finanzas públicas

Desde el último IPoM, los ingresos totales han mostrado cierta mejora, coherente con el mayor dinamismo de la actividad económica y de la demanda. Al mes de noviembre, la variación acumulada se ubicó en -6,1%, una caída menor a la reportada en el informe anterior (-7,0% a septiembre). Entre los componentes se destaca la menor contracción de los ingresos tributarios (de -8,7% a -6,5%) y de los otros ingresos (de -9,4% a -8,2%). Por su parte, las contribuciones sociales

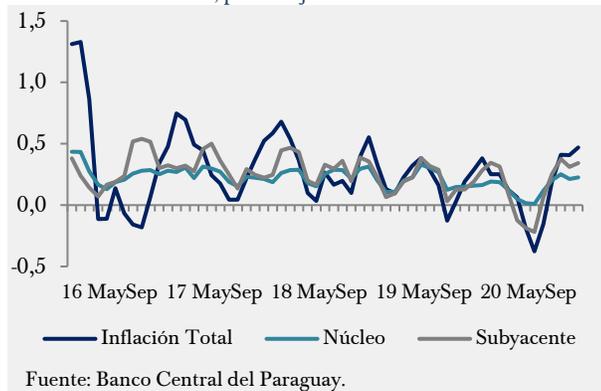
**Gráfico III.10**

Indicadores de inflación  
Variación interanual, porcentaje



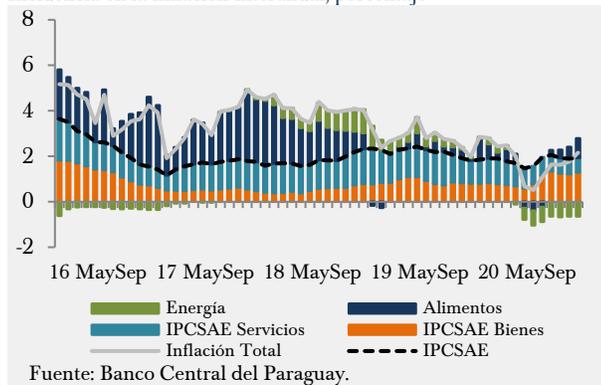
**Gráfico III.11**

Inflación mensual  
Media móvil tres meses, porcentaje



**Gráfico III.12**

IPC sin alimentos y energía  
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



mantuvieron una variación positiva similar a la del informe pasado, mientras que las donaciones experimentaron una retracción (de 0,2% a -22,2%).

Por su parte, el gasto total obligado creció 14% al mes de noviembre, similar a la tasa observada al mes de septiembre. El resultado observado en el año se explicó principalmente por el aumento de las prestaciones sociales en donde se incluyen los gastos destinados a los programas sociales como Tekoporã, Ñangareko, Pytyvo y Adultos Mayores. A noviembre, las prestaciones sociales registraron una expansión acumulada de 55,1%. Asimismo, las remuneraciones a los empleados se han incrementado (7%), debido fundamentalmente a los gastos destinados a Docentes (efecto año completo), Policías, Militares, Personal de Blanco (Contrataciones y Gratificaciones al personal de Salud afectado directamente a la atención de la pandemia). Por su parte el pago de los intereses de la deuda tanto interna como externa también registró un incremento del 29,3%.

Con relación a los desembolsos vinculados a la inversión pública acumulados a noviembre, si bien sigue siendo positiva (9,4%) fue menor a la verificada al mes de septiembre (22,3%).

Finalmente, al mes de noviembre, el balance operativo y el balance global se ubicaron en -1,8% y -4,5% del PIB. Las estimaciones apuntan a un resultado fiscal del -6,1% del PIB para el cierre del 2020.

### Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación total y las medidas subyacentes han continuado mostrando una trayectoria ascendente, aunque todavía se ubican por debajo de la meta. Los incrementos observados en los precios de los alimentos, de ciertos bienes y servicios de la salud, en bienes durables y del cemento, han explicado estos aumentos en la inflación total, la subyacente y la núcleo.

La inflación interanual a noviembre del año 2020 registró una tasa del 2,2%. La inflación interanual total promedio de los meses de octubre y noviembre se situó en 1,9%, superior al 1,4% observado en el tercer trimestre del 2020, pero menor al promedio del 2,4% registrado en el cuarto trimestre del año anterior. De la misma manera, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que, además de

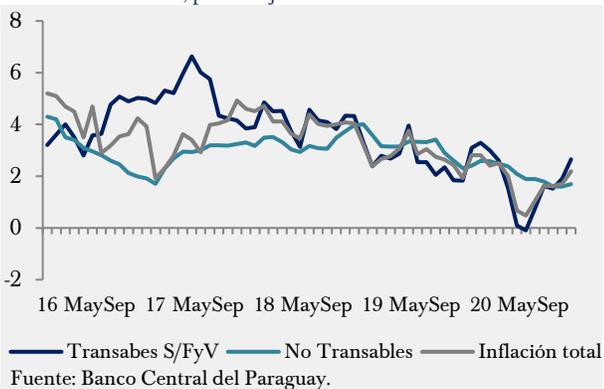
**Gráfico III.13**

Inflación de bienes y servicios administrados  
Variación interanual, porcentaje



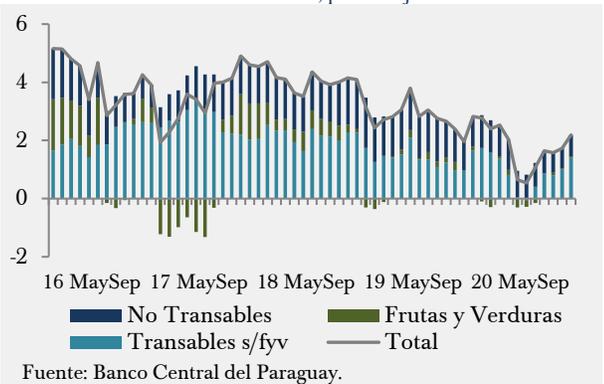
**Gráfico III.14**

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



frutas y verduras, excluye a los servicios tarifados y a los combustibles), promediaron, durante los meses de octubre y noviembre de 2020, tasas interanuales del 2,0% y 3,2%, respectivamente, por encima de las tasas verificadas en el trimestre previo (1,5% y 2,6%). Al mismo tiempo, la inflación núcleo promedió, en el mismo periodo, una tasa interanual del 1,8%, superior a la apuntada en el segundo trimestre (1,6%), pero menor al 2,3% registrado durante el cuarto trimestre del 2019 (gráfico III.10).

Con respecto a la variación mensual de la inflación total, la misma promedió 0,6% en el bimestre octubre-noviembre, lo cual representó la mayor tasa promedio del año. La inflación núcleo y la subyacente, por su parte, promediaron entre octubre y noviembre, tasas mensuales de 0,2% y 0,4%, respectivamente, mientras que las registradas entre julio y septiembre de 2020 fueron del 0,3% y 0,4%, respectivamente (gráfico III.11).

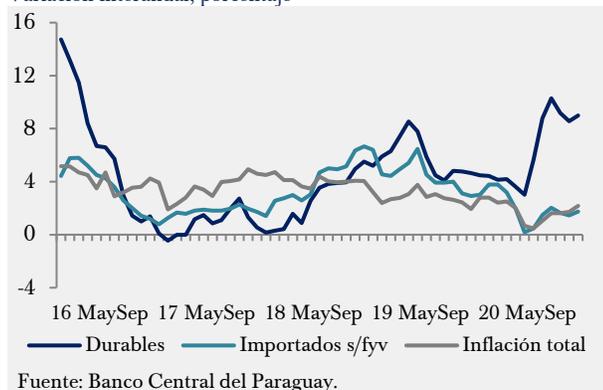
En el bimestre octubre-noviembre, en términos interanuales, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), promedió una tasa de variación de 3,0%, ligeramente inferior a la variación promedio del 3,1% observada en el trimestre anterior (gráfico III.12).

El comportamiento levemente a la baja del IPCSAE estuvo explicado por el IPCSAE servicios, cuya tasa de variación interanual promedio se redujo del 1,9% en el tercer trimestre, al 1,7% en el bimestre de referencia. Esta desaceleración se debió principalmente a los precios de los servicios de alojamiento en hoteles y alimentación fuera del hogar, así como a los servicios relacionados a la vestimenta, como los de confección y tintorería. No obstante, estas desaceleraciones se vieron parcialmente atenuadas por el incremento de precios en ciertos servicios de la salud, como los de atención médica y análisis laboratoriales (gráfico III.12).

Por otro lado, el IPCSAE bienes promedió una tasa de variación del 4,9% entre octubre y noviembre, es decir, sin cambios respecto a lo apuntado en el trimestre anterior. Esta relativa estabilidad en los precios de los bienes se debió, por un lado, a la desaceleración verificada en los precios de los bienes durables, prendas de vestir y calzados y; por el otro, al incremento de precios de ciertos medicamentos y del cemento. Esto último se explica tanto por una mayor demanda (obras públicas y privadas) como por una menor oferta del producto debido al bajo caudal hídrico del río

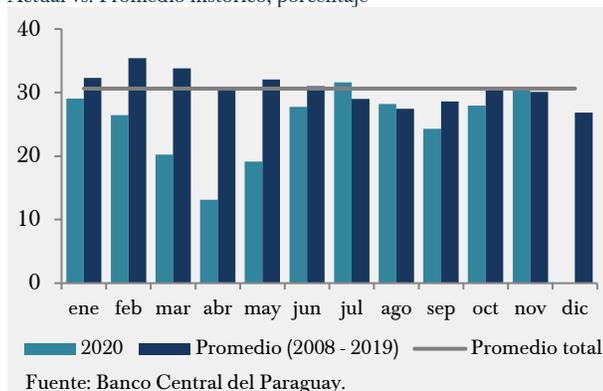
**Gráfico III.16**

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



Paraguay, situación que dificulta tanto el traslado interno de la materia prima para la producción del cemento, así como la importación de productos terminados (gráfico III.12).

La agrupación de alimentos, por su parte, tuvo una tasa de variación interanual promedio de 2,7% durante el bimestre octubre-noviembre del 2020, por encima del 0,4% registrado durante el trimestre anterior. Entre los bienes alimenticios que explicaron esta variación se destaca la carne vacuna, cuyos precios se incrementaron como consecuencia de la menor oferta local explicada por el efecto que la sequía tuvo en las pasturas y por una creciente demanda externa del producto. Sustitutos de la carne vacuna como las carnes de aves, de cerdo y las menudencias también mostraron un comportamiento al alza. Asimismo, verificaron aumento de precios las frutas, los cereales y las mantecas; mientras que reducciones en los precios de las hortalizas, los lácteos, los huevos y el azúcar atenuaron parcialmente este incremento (gráfico III.12).

De la misma manera, en el periodo comprendido entre los meses de octubre y noviembre, los bienes administrados exhibieron una variación interanual promedio de -0,6%, menor al -0,5% observado en el tercer trimestre del año 2020. En contraste, los bienes libres registraron, en el mismo periodo, una tasa interanual promedio de 2,2%, superior al 1,6% registrado en el tercer trimestre del 2020 (gráfico III.13).

Los bienes transables sin frutas ni verduras registraron aumentos de precios, pasando de una tasa interanual promedio de 1,3% en el trimestre anterior a una tasa de 2,3% en el bimestre de referencia. En este punto, se destacan las subas de los alimentos, productos no farmacéuticos y cemento. Por su parte, los bienes y servicios no transables pasaron de una tasa interanual promedio del 1,8% en el tercer trimestre de este año a una tasa del 1,6% en el bimestre concluido en noviembre. Esta desaceleración se debió a las disminuciones observadas en los servicios de hotelería, restaurantes y vestimenta mencionados previamente (gráfico III.14 y gráfico III.15).

En el bimestre octubre-noviembre, si bien los precios de los bienes duraderos se desaceleraron en términos interanuales, estos continúan en niveles elevados. Se destacan los bienes de origen importado, cuya moderación se explica por la menor depreciación interanual del dólar norteamericano verificada

en el bimestre de referencia respecto al trimestre anterior (gráfico III.16).

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4,0% anual) promedió en este periodo 29,4%, superior al promedio del tercer trimestre del año 2020 (28,0%), pero levemente menor al promedio histórico total de 30,6% (gráfico III.17).

Con respecto al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en términos mensuales, en el mes de octubre, la variación fue del 2,2%, superior a la variación promedio mensual observada en el tercer trimestre (2,0%). Este resultado estuvo explicado principalmente por los incrementos en los precios internacionales del maíz, trigo, carne de cerdo, aceites, azúcar y gas. Por su parte, la variación interanual de octubre fue 4,0%, por encima del -0,7% apuntado entre julio y septiembre del año 2020 (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de diciembre, se ubican en 2,2% para el cierre del año 2020. Para el 2021, los agentes estiman una inflación de 3% mientras que para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los mismos esperan una tasa de inflación del 4% anual, coherente 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		
	2020	2021	2019	2020	2021
Mundo	-3,9	5,2	2,8	-3,8	5,2
EE.UU.	-4,0	3,7	2,2	-3,5	3,9
Eurozona	-8,0	5,4	1,3	-7,4	4,6
China	2,1	8,0	6,1	2,0	8,2
Brasil	-5,3	3,5	1,4	-4,7	3,5
Argentina	-11,5	4,7	-2,1	-11,5	4,5
Socios comerciales	-7,1	4,4	0,5	-6,9	3,8
Socios Mercosur	-8,3	4,2	-0,3	-8,0	4,0

Fuente: Bloomberg

### Escenario base de proyección

Desde el IPoM de septiembre, el pronóstico de crecimiento de la economía mundial ha sido levemente revisado al alza, principalmente por los ajustes positivos en varias de las principales economías, incluyendo a Estados Unidos, Japón, la Eurozona y Brasil. El pronóstico de crecimiento económico mundial para 2020 se ubica en -3,8% anual, aumentando 0,1 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a la proyección para el 2021, la misma se mantuvo en 5,2% anual.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2020 mejoraron desde el último IPoM, pasando de -4,0% a -3,5%. Para el año 2021, se espera una recuperación en la economía norteamericana, con una tasa de variación anual del 3,9%, superior a la observada en el informe anterior (3,7%).

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2020 se incrementó 0,6 p.p., situándose en -7,4%, y para el próximo año se proyecta un crecimiento del PIB del 4,6% anual, por debajo de lo previsto en el IPoM anterior (5,4%). En China, la estimación de crecimiento para el año corriente fue revisada en -0,1 p.p., situándose actualmente en 2,0% anual, mientras que para el 2021 se prevé una tasa de crecimiento del 8,2% (8,0% en el informe anterior).

En cuanto a las economías de la región más relevantes para la economía paraguaya, las proyecciones de crecimiento respecto a lo indicado en el IPoM de septiembre presentaron ajustes mixtos. Para Brasil, se estima una contracción del PIB del 4,7% en 2020, mejorando respecto al último informe donde se esperaba una tasa de variación de -5,3% anual. Sin embargo, para Argentina se mantuvo la proyección de -11,5% para 2020. Para 2021, se esperan variaciones positivas para ambos países, de 3,5% para Brasil y de 4,5% para Argentina.

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur mejoraron para 2020, situándose en -8,0% (-8,3%

en el informe anterior), mientras que, para 2021 se estima un crecimiento del PIB de los socios del Mercosur de 4,0% interanual. Las estimaciones de crecimiento económico para los socios comerciales de Paraguay también se ubican por encima de las previstas en el IPoM anterior. Para 2020 las previsiones de crecimiento pasaron de -7,1% a -6,9% y para 2021 se ubicaron en 3,8% anual.

En cuanto al nivel de precios medido por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), en Estados Unidos se espera una tasa de inflación anual de 1,2% para 2020 y de 2,0% para 2021, de acuerdo con estimaciones de *Consensus Forecasts*, al igual que en el informe anterior. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 1,4% en 2020 (1,5% en el IPoM anterior) y en 1,8% en 2021. En la Eurozona, la inflación anual prevista para 2020 se mantuvo en 0,3% al igual que en el IPoM anterior y para 2021 en 0,9%.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2020 y 2021. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 37,8%, por encima del 37,4%, reportado en el IPoM anterior, mientras que en el próximo año se incrementaría a 47,9% anual, superando la tasa prevista en el informe de septiembre (46,6%). Para Brasil se espera una inflación del 3,2% para 2020, mayor al 2,5% anticipado en el último informe y para 2021 se proyecta una inflación de 3,4%, por encima del 3,3% previsto en el informe anterior.

Por otra parte, el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se mantuvo en promedio en 0,1% anual en 2020. Para 2021, el rendimiento promedio se situaría en 0,1% anual, por debajo de lo previsto en el informe anterior (0,1%). A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 0,7% para 2020, menor al 0,8% esperado en el informe anterior. Para el año 2021, se espera que el rendimiento promedio de estos bonos se encuentre en torno a 1,1% anual, por encima de lo previsto en octubre (1,0%).

En el escenario base, la estimación de crecimiento del PIB del 2020 fue revisada al alza, de -1,5% a -1,0%, explicada por una mayor expansión de las construcciones, al tiempo que se prevé una menor contracción de las manufacturas

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

	2020	2021(f)	2021(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>7,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,4</b>
Agricultura	9,0	-6,0	-0,5
Ganadería	5,0	5,0	0,1
Forestal, Pesca y Minería	-4,6	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>0,4</b>	<b>5,2</b>	<b>1,7</b>
Manufactura	-1,5	6,0	1,1
Construcción	9,8	5,0	0,3
Electricidad y Agua	-2,5	3,5	0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>-3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>2,4</b>
Gobierno General	4,6	3,8	0,4
Comercio	-6,8	9,5	0,9
Otros Servicios <sup>7</sup>	-4,8	3,7	1,1
Impuestos	-3,0	4,3	0,3
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>PIB sin agricultura, ni binacionales</b>	<b>-1,8</b>	<b>5,1</b>	

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

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

	2019	2020	2021 (f)
<b>PIB</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>5,0</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,5</b>	<b>6,2</b>
Formación bruta de capital fijo	-6,1	4,1	6,9
<b>Consumo total</b>	<b>2,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,7</b>
Consumo privado	1,8	-5,1	5,0
Consumo público	4,7	4,8	3,5
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>10,4</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>-2,0</b>	<b>-14,4</b>	<b>14,9</b>
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>
FBKF (% del PIB nominal)	18,7	20,4	20,9

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

y de electricidad y agua. En el sector terciario, la caída estimada se mantuvo en una cifra similar a la reportada anteriormente. Por su parte, en el sector primario, si bien se mantiene una tasa positiva, la misma se ha moderado en este IPoM. En cuanto al 2021, la proyección se ubica en 4,0%, sustentada principalmente en la recuperación del sector terciario. Esto supone, en alguna medida, que el avance favorable de las vacunas también beneficie a Paraguay en el transcurso del año siguiente, lo cual podría impulsar la demanda de ciertos servicios que han sido fuertemente golpeados por la pandemia durante el 2020. En la misma línea, se prevé que la recuperación de las economías de la región, juntamente con la inmunización de sus poblaciones ante el COVID-19, influya positivamente sobre el comercio fronterizo. En el sector secundario se asume un mayor crecimiento, que estará explicado por los tres subsectores (manufacturas, construcciones y electricidad y agua). Para el sector primario, las estimaciones apuntan a una caída, debido a la menor producción agrícola, en tanto que la ganadería seguirá con su comportamiento al alza. Es importante resaltar que, si bien la agricultura tendrá una producción inferior a la del 2020 (nivel récord), los precios internacionales de los *commodities* exportados por Paraguay se han incrementado significativamente, especialmente de la soja. Por el lado del gasto, el crecimiento se explicará por el repunte del consumo privado y de la inversión, mientras que el consumo público continuará creciendo, aunque a un menor ritmo. La demanda externa neta, por su parte, tendrá una incidencia negativa, por el mayor crecimiento de las importaciones respecto a las exportaciones (tabla IV.2).

En cuanto a los precios, la inflación en el último trimestre del año se ubicó por encima de lo previsto, contexto en el cual los pronósticos del escenario base se han ajustado al alza. De esta manera, la inflación total cerraría el año en torno a 2,1% y la inflación subyacente en 2,0%, tasas superiores a las reportadas en el IPoM de septiembre. Para el 2021, la proyección de la inflación total y la subyacente se sitúan en 3,9%. El repunte esperado de la inflación es consistente con la recuperación de la actividad económica, que se reflejará en una brecha del producto que se irá acortando paulatinamente, como así

<sup>7</sup> Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

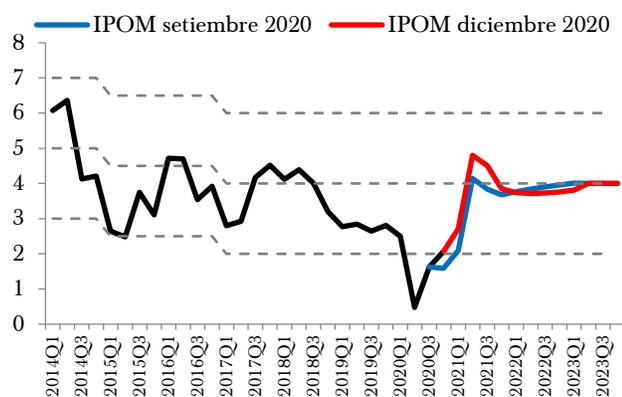
**Tabla IV.4**  
**Proyección de la inflación**  
Variación anual, porcentaje

	2019	2020(F)	2021(f)	2022(f)
Inflación IPC promedio (*)	2,4	2,0	3,8	
Inflación IPC diciembre (**)	2,8	2,1	3,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,3	2,0	3,8	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,8	2,0	3,9	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

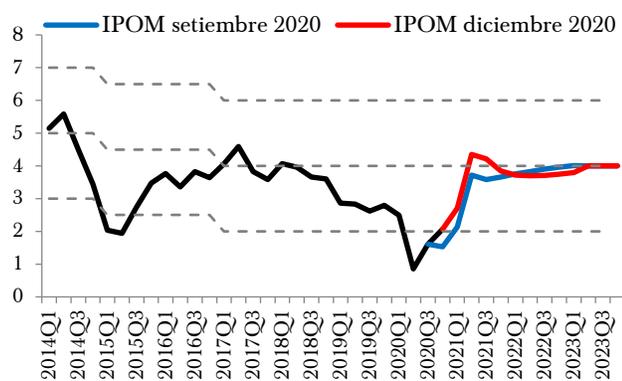
(f) Proyección  
(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.  
(\*\*) Corresponde a la inflación de fin de periodo.  
(\*\*\*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2022

Fuente: Banco Central del Paraguay

**Gráfico IV.1**  
**Cambio en la proyección de inflación total**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico IV.2**  
**Cambio en la proyección de inflación subyacente**  
Variación interanual, porcentaje

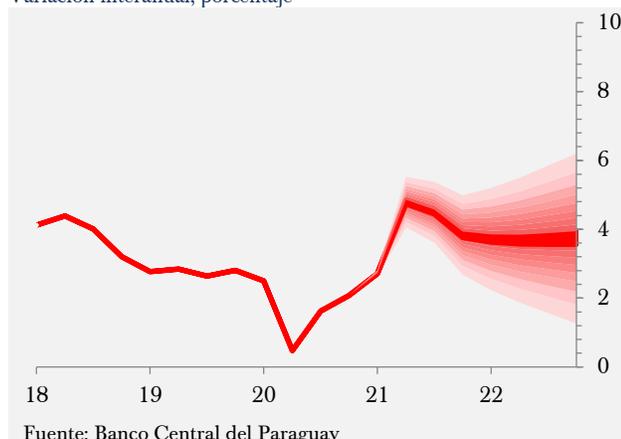


también con unas condiciones monetarias reales que aún se mantendrán laxas durante el próximo año. Adicionalmente, la mejora de los precios internacionales de los precios de los *commodities* de exportación, en alguna medida, podría influir tanto sobre el desempeño económico, como así también sobre la dinámica de los precios de algunos alimentos. Teniendo en cuenta los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación se ubicará en niveles bajos hasta el primer trimestre del 2021, ubicándose en torno al 4,0% desde el tercer trimestre hasta el horizonte de política monetaria, en este caso, el cuarto trimestre del 2022 (tabla IV.4).

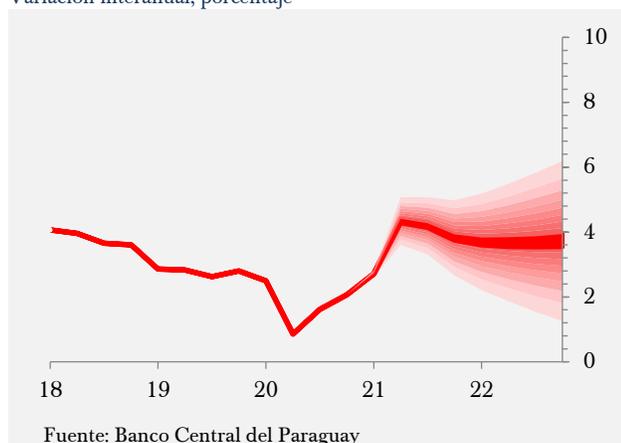
## Escenarios de Riesgo

En el ámbito internacional, ante la profundización de la segunda ola de contagios de COVID-19 en Europa, se han reforzado las medidas restrictivas a las actividades sociales y a la circulación, lo cual ha provocado una menor movilidad de personas. Más aún, recientemente ha habido noticias sobre una nueva cepa del coronavirus en el Reino Unido. Asimismo, en Estados Unidos y Canadá, ha habido un incremento significativo de contagios, alcanzando nuevos picos. En América Latina también ha continuado deteriorado el panorama epidemiológico, aunque se han observado mejoras relativas en determinados países. Así, una prolongación de la crisis sanitaria constituye un riesgo a la baja en las perspectivas económicas para varias regiones. Sin embargo, cabe destacar las noticias favorables respecto a la efectividad de ciertas vacunas, verificadas en ensayos clínicos, lo cual ha llevado a la aprobación de algunas y al inicio de su aplicación en diversos países. Esto constituye un sesgo positivo para el crecimiento del 2021, no obstante, se deberán resolver los desafíos logísticos para la producción a escala global y su distribución oportuna a todas las regiones. Con relación a determinados riesgos de carácter político, en Estados Unidos aún está pendiente la confirmación de la composición del Congreso, mientras que recientemente se ha acordado un nuevo paquete de estímulos y se espera sea confirmado por el ejecutivo próximamente. Además, no se descartan medidas adicionales, lo cual puede contribuir a mejorar el panorama de esta economía, así como el optimismo de los inversores. En Europa, el riesgo del *Brexit* sin acuerdo se

**Gráfico IV.3**  
**Proyección de inflación total**  
Variación interanual, porcentaje



**Gráfico IV.4**  
**Proyección de inflación subyacente**  
Variación interanual, porcentaje



ha disipado ante las negociaciones recientes entre el Reino Unido y la Unión Europea lo cual constituye un sesgo al alza para ambas economías.

En cuanto a los precios internacionales, continuó la recuperación de las cotizaciones de los principales *commodities* en el último trimestre. El mayor dinamismo de la actividad a nivel mundial ha propiciado que las proyecciones de precios energéticos para 2021 sean en promedio mayores a los observados este año. Además, a fin de mitigar los efectos de las nuevas olas de contagio de COVID-19 sobre los precios del petróleo, la OPEP ha anunciado que limitaría o retrasaría los incrementos de producción del petróleo en 2021. No obstante, una prolongación de las restricciones a la movilidad impuestas en Europa y la extensión de estas medidas en otras regiones presionarían nuevamente a la baja a las cotizaciones del crudo. En cuanto a las materias primas agrícolas, también se prevén mejores precios promedio en 2021. Para la soja en particular, se esperan precios incluso más altos que en años anteriores dada la elevada demanda de China y una menor producción esperada en varios de los principales países productores. Sin embargo, una nueva desaceleración de la economía china a causa de un rebrote del coronavirus podría cambiar estas perspectivas.

En los mercados financieros, ha continuado la reducción de la incertidumbre global ante los resultados de las elecciones en Estados Unidos y los anuncios optimistas de ciertas vacunas contra la COVID-19. Esto ha favorecido un mayor dinamismo en las bolsas de valores y una menor percepción de riesgo de los mercados emergentes. Sin embargo, en el Reino Unido, se ha retraído el dinamismo de las bolsas luego del anuncio de la nueva cepa del coronavirus en el país. De confirmarse la efectividad de las vacunas para la nueva cepa se normalizarían las condiciones financieras en dicho país, mientras que, de lo contrario podría perjudicar las perspectivas a nivel internacional. Por otra parte, se espera que los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, mantengan una política monetaria acomodaticia en el próximo año, así como los programas de compras de activos contribuyendo a favorecer las condiciones financieras.

En la región, persiste un elevado nivel de contagios del coronavirus, aunque en algunos países se ha observado

una disminución respecto a los picos. Los indicadores de actividad económica de corto plazo han continuado mostrando mejoras interanuales con relación a los mínimos alcanzados en abril. Si bien las perspectivas de crecimiento económico para la región apuntan a un crecimiento en 2021, una efectiva distribución de vacunas en los primeros meses podría constituir un sesgo al alza. Al contrario, una prolongación de la pandemia y dificultades logísticas para la obtención de vacunas constituyen un riesgo a la baja. En Argentina, se prevé un menor déficit fiscal el próximo año, ante el retiro de transferencias por la pandemia y reformas relacionadas al sistema de pensiones y a la implementación de un impuesto a las grandes fortunas. En Brasil, las perspectivas de crecimiento económico han vuelto a mejorar para este año y para el próximo, no obstante, la incertidumbre en torno al panorama fiscal sigue representando un elemento que podría influir negativamente sobre los pronósticos de expansión y sobre el valor de su moneda.

En el plano local, los dos factores de riesgo señalados en el informe anterior han tenido una evolución contrapuesta en los últimos meses. Por un lado, el ritmo de contagios por COVID-19 se ha acelerado desde inicios del mes de noviembre, presionando al sistema de salud hacia el límite de sus capacidades de atención. Dado esto, las autoridades han dispuesto nuevamente el establecimiento de algunas medidas de contención, aunque no tan estrictas como las implementadas al inicio de la pandemia. En ese sentido, la situación sanitaria seguirá representando un riesgo a la baja para la actividad económica hasta tanto la población sea inmunizada con alguna vacuna. Por otro lado, el clima ha tenido un comportamiento favorable en las últimas semanas y las perspectivas actuales también son alentadoras. En ese escenario, la producción agrícola -especialmente la zafra sojera 2020/2021 se espera que tenga un buen rendimiento. Si bien no se prevé alcanzar los niveles récord de la zafra anterior, la mejora en las condiciones climáticas contribuirá a que la retracción sea mucho menor a lo que hubiese sido en una situación de estrés hídrico importante. Asimismo, las lluvias registradas en meses recientes podrían ser beneficiosas para la ganadería, la producción de electricidad y para el transporte fluvial de cargas.

## Recuadro I: Principales cambios en el escenario macroeconómico 2020

### Introducción

El panorama macroeconómico para un determinado periodo hacia adelante puede ir cambiando durante el transcurso del tiempo, conforme sucedan los hechos y vaya conociéndose e incorporándose nueva información, lo cual implica cambiar o ajustar los supuestos iniciales en menor o mayor magnitud. Al respecto, en los últimos dos años, el escenario macroeconómico se ha ajustado sustancialmente con relación a lo previsto a comienzos de cada año. En el 2019, la economía experimentó una serie de choques climáticos que afectaron principalmente a la producción agrícola, la ganadería, la generación de electricidad y a las construcciones (ver recuadro I del IPoM septiembre 2019). Por su parte, en el 2020, la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19 derivó nuevamente en un cambio importante de los pronósticos macroeconómicos.

Este recuadro tiene el propósito principal de analizar sintéticamente el impacto de las medidas de contención sanitaria y de la evolución del escenario externo sobre las perspectivas de crecimiento y de la inflación de Paraguay.

### Medidas de contención y actividad económica

En el IPoM de diciembre 2019, la estimación de crecimiento para el 2020 fue 4,1%, sustentada principalmente en la recuperación prevista de la producción agrícola, de la generación de electricidad, de las manufacturas y de las construcciones. Además, se asumió un mayor crecimiento para el sector servicios, sustentado en el mejor desempeño esperado del comercio y de las otras ramas del sector. Por el lado del gasto, se preveía un repunte del consumo privado y de las inversiones, como así también un aporte positivo de las exportaciones netas. Para el consumo público, se esperaba nuevamente un crecimiento, aunque con una incidencia menor en el 2020.

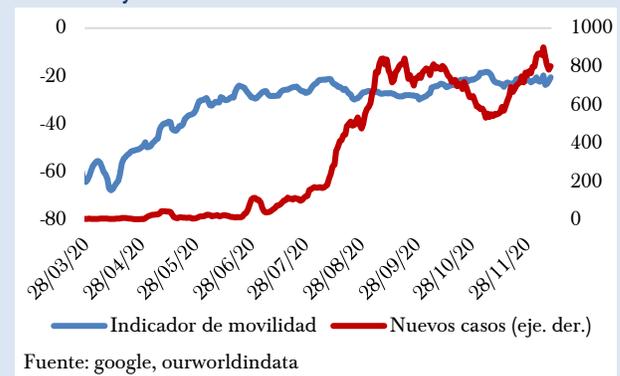
A comienzos de año, el comportamiento de los diferentes indicadores del sector real presagiaba un buen año económico e inclusive la dinámica observada era superior a la prevista, contexto en el cual podría haberse dado

incluso una corrección al alza en las estimaciones de crecimiento. Entre enero y febrero, el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) creció a una tasa promedio de 6,5% (cifra revisada) y el Estimador Cifras de Negocios (ECN) registró un crecimiento promedio de 6,6% (cifra revisada)<sup>8</sup>.

Este buen inicio de año se interrumpió repentinamente con la irrupción de la pandemia de COVID-19. La confirmación de los primeros casos de coronavirus en el país en el mes de marzo, combinada con la limitada capacidad de respuesta del sistema de salud, llevó a las autoridades del gobierno a implementar medidas estrictas de control sanitario (confinamiento, restricción a la libre circulación, suspensión de algunas actividades, cierre de fronteras, entre otras) que se extendieron hasta inicios del mes de mayo (ver recuadro I del IPoM de junio 2020). Los resultados en términos de la contención del virus desde una perspectiva sanitaria fueron bastante satisfactorios, especialmente hasta inicios del mes de agosto (gráfico I).

### Gráfico I

Movilidad y nuevos casos de COVID-19



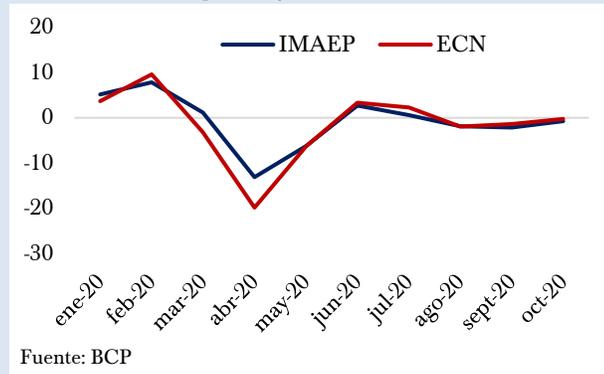
No obstante, las consecuencias económicas del estricto control sanitario han sido considerables. En abril, el IMAEP se contrajo 13,1% y el ECN 19,8%, tasas que se encuentran entre los mínimos históricos de ambas series. A partir del retiro gradual de las medidas sanitarias (inicios de mayo), los indicadores económicos también

<sup>8</sup> El IMAEP y el ECN son revisados conforme se van recibiendo datos más actualizados de los diferentes sectores económicos o rubros.

han ido mejorando, aunque se mantienen en un nivel por debajo de lo proyectado a inicios de año (gráfico II).

**Gráfico II**  
IMAEP, ECN

Variación interanual, porcentaje



### Evaluación del escenario externo relevante

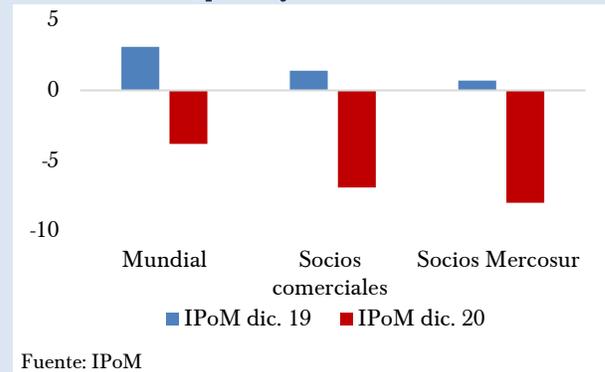
Las medidas de contención sanitaria impuestas localmente, si bien han logrado evitar un potencial desborde del sistema de salud, han sido el factor preponderante detrás del debilitamiento de la actividad económica y de la demanda interna. No obstante, los factores externos asociados también a la pandemia no dejan de ser pertinentes en el resultado de la actividad económica.

Por una parte, el pronóstico de *crecimiento global* se ha recortado significativamente en el transcurso del año. En diciembre del 2019, las previsiones apuntaban a un crecimiento de 3,1% para la economía global, cifra que se redujo a -3,8% un año después. En el mismo sentido, las proyecciones de crecimiento de los *socios comerciales* de Paraguay, y más específicamente de los *socios del Mercosur*, han experimentado un marcado deterioro en el 2020 (gráfico III).

**Gráfico III**

Crecimiento global y socios comerciales

Variación interanual, porcentaje



En este punto, es conveniente destacar que Paraguay exporta principalmente productos primarios (soja y cereales), manufacturas de origen agropecuario (aceites de soja, harinas de soja y carne) y electricidad. Estos tres componentes suman más del 80% de las exportaciones registradas. La dinámica de las exportaciones de estos productos está determinada en gran medida por la oferta, más que por la demanda externa. De hecho, a noviembre de 2020, a pesar del deterioro del crecimiento del PIB de los socios comerciales, las *exportaciones registradas* crecieron 5,2% en términos acumulados, explicado por los mayores niveles de los envíos de granos de soja, aceites de soja y carne. Por su parte, las exportaciones de energía eléctrica han verificado una contracción, explicada por una restricción, por el lado de la oferta (menor caudal hídrico del Río Paraná), combinada con una menor demanda por parte de Brasil como consecuencia del deterioro de su economía, también afectada fuertemente por la pandemia. Asimismo, las exportaciones bajo el régimen de maquila se han reducido, tanto por las medidas sanitarias que han impedido el normal desempeño de la industria vinculada, como así también por el débil dinamismo de la economía brasileña. En los últimos meses se ha observado una recuperación en los niveles de exportación bajo este régimen, aunque en términos acumulados se mantiene por debajo de los registros del año anterior (-15,4% a noviembre).

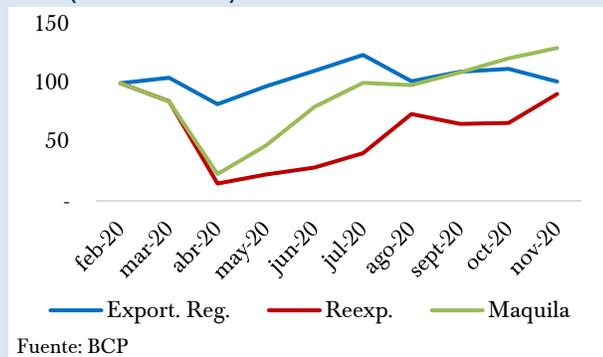
Por otra parte, *las reexportaciones* han sido afectadas fuertemente por el cierre de las fronteras, agudizado por la menor dinámica de los países vecinos y la marcada

depreciación de sus monedas frente al dólar<sup>9</sup>. La reapertura gradual de las fronteras a partir de mediados del mes de octubre podría amortiguar el impacto negativo de la pandemia sobre el comercio fronterizo, aunque en términos acumulados los niveles se ubicarían en una cifra bastante inferior al 2019 (gráfico IV).

#### Gráfico IV

##### Exportaciones

Índice (febrero 2020=100)

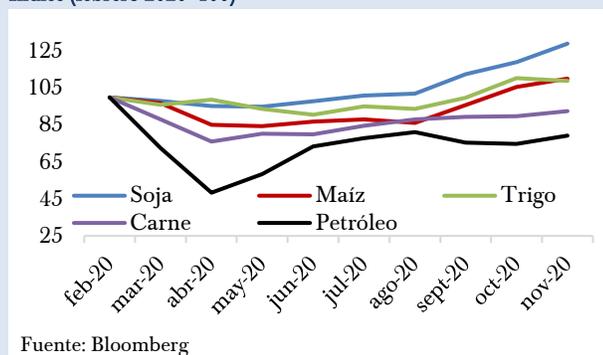


En cuanto a los *términos de intercambio*, estos se han visto favorecidos por la importante caída de los precios de importación, particularmente de los combustibles derivados del petróleo, mientras que, los precios de los principales productos de exportación no han sufrido una caída en la misma intensidad. De hecho, en el caso de los granos de soja, trigo y maíz, los precios se han recuperado, superando incluso los valores verificados en el mes de febrero (gráfico V).

#### Gráfico V

##### Precios de commodities

Índice (febrero 2020=100)



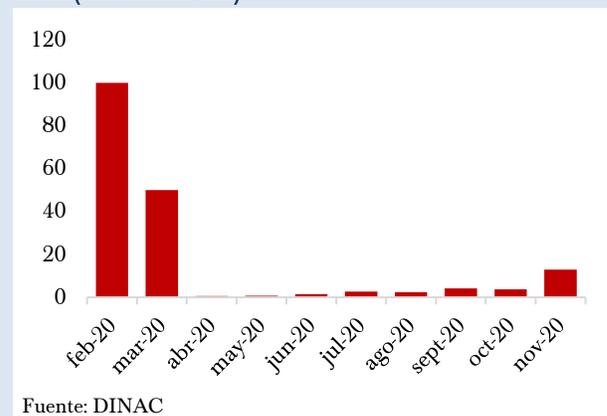
<sup>9</sup> Las reexportaciones están constituidas por las exportaciones de los bienes ingresados bajo el régimen de turismo, generalmente relacionados a productos electrónicos para su comercialización principalmente en la frontera.

A nivel mundial, la pandemia ha dañado severamente al comercio de servicios, especialmente al *turismo*. En el caso de Paraguay se ha registrado una caída significativa en el movimiento de pasajeros en los aeropuertos<sup>10</sup>, especialmente a partir del mes de abril. Sin embargo, la incidencia que tiene el turismo en la economía local es baja (2,7% del total de las exportaciones de bienes y servicios), factor que ha contribuido a limitar su efecto sobre la economía agregada, aunque con implicancias no despreciables sobre determinados sectores económicos, como los hoteles y los restaurantes (gráficos VI y VII).

#### Gráfico VI

##### Pasajeros internacionales en aeropuertos

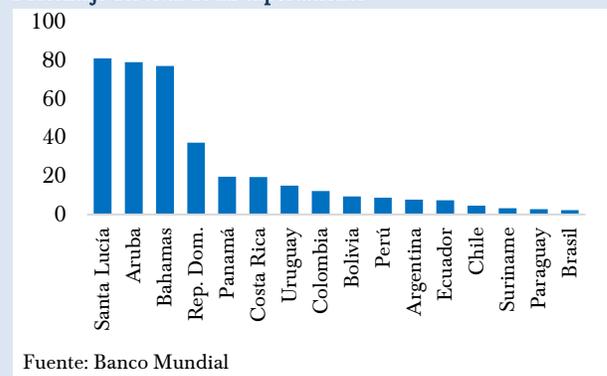
Índice (febrero 2020=100)



#### Gráfico VII

##### Ingresos por turismo internacional (2018)

Porcentaje del total de las exportaciones

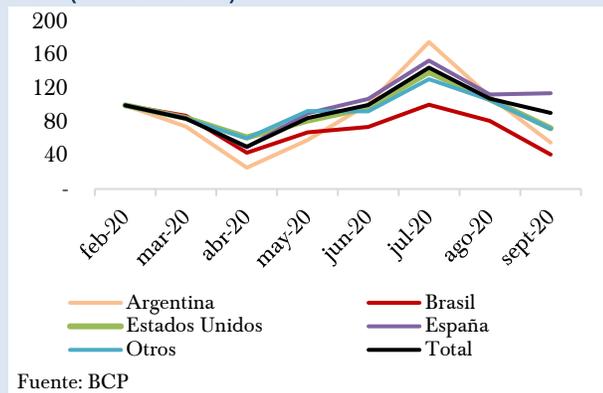


Otro canal de transmisión del deterioro externo son las *remesas*. En el momento más complejo de la pandemia, las

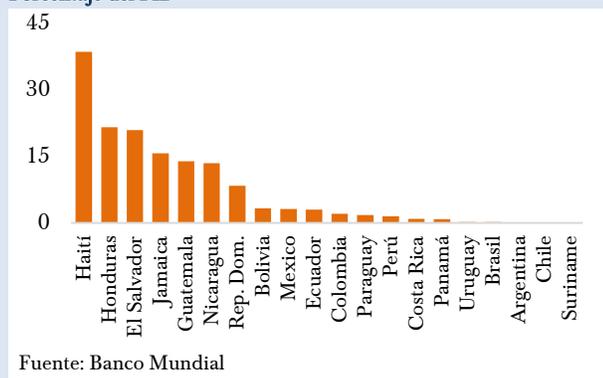
<sup>10</sup> Se refiere a la suma de las llegadas y salidas de pasajeros internacionales en los aeropuertos Silvio Pettitrossi y Guaraní.

mismas se redujeron a casi la mitad de los registros previos a la emergencia sanitaria. En los meses posteriores, han vuelto a recuperar terreno, aunque en términos acumulados a septiembre mostraron aún una caída de 16%, cerca de USD 65 millones. En este punto, es pertinente resaltar que las remesas en Paraguay representan, al igual que el turismo, una proporción baja con relación al PIB (gráficos VIII y IX).

**Gráfico VIII**  
Remesas familiares por país de origen  
Índice (febrero 2020=100)



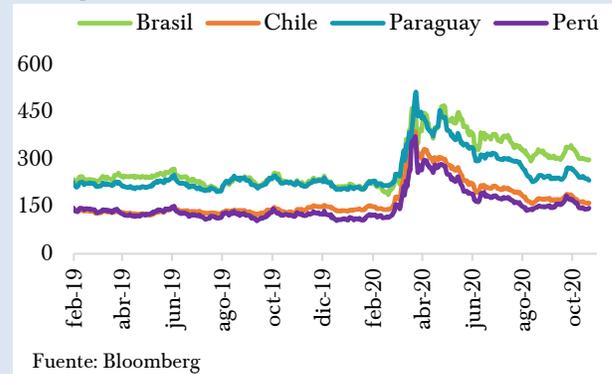
**Gráfico IX**  
Remesas personales recibidas (2019)  
Porcentaje del PIB



Finalmente, las *condiciones financieras internacionales*, si bien se han endurecido al inicio de la declaración de la pandemia por la mayor percepción de riesgo, con el correr de los meses se ha revertido. La transmisión por este canal también ha sido acotada, coherente con el grado de integración financiera aún limitado de Paraguay. La emisión de bonos soberanos hacia finales del mes de abril, si bien experimentaron una sobredemanda, el mayor riesgo país registrado en ese

momento (a nivel regional) terminó influyendo en alguna medida en la tasa de interés.

**Gráfico X**  
EMBI  
Puntos porcentuales



**Revisiones del crecimiento del PIB**

Teniendo en cuenta este cambio en el escenario económico local e internacional, el pronóstico de crecimiento fue revisado del 4,1% al -2,5% en abril y posteriormente al -3,5% en julio. Sin embargo, a medida que fueron recabándose nuevos datos, en un contexto que también se verificaba una paulatina flexibilización de las medidas de confinamiento implementadas a inicios de año, se ha constatado una recuperación más rápida a la anticipada en determinados sectores económicos, motivando una corrección al alza en las revisiones de octubre (-1,5%) y diciembre (-1,0%) (tabla).

Como puede notarse en la tabla I, el favorable desempeño del sector primario ha contribuido, en parte, a amortiguar el impacto de la pandemia sobre la economía agregada.

Los buenos resultados del sector ganadero han tenido sus derivaciones positivas sobre la producción de carne en el sector manufacturero, a la que se han sumado otras industrias alimenticias (lácteos, azúcar, molinería y panadería). Asimismo, el repunte pronunciado de las construcciones (públicas y privadas) ha tenido su “efecto derrame” favorable sobre las industrias que producen insumos para el sector (minerales no metálicos y metales comunes). De esta manera, se han contrarrestado parcialmente las caídas observadas en los otros rubros (textiles, bebidas y tabacos, cueros y calzados, papel y productos de papel, etc.).

En contrapartida, la estimación de crecimiento del sector de electricidad y agua se ha ido ajustando a la baja, aunque la caída prevista se atenuó en la última revisión, por la mejora verificada en la distribución de energía. Como se ha indicado previamente, la producción de electricidad ha estado afectada principalmente por el menor caudal hídrico del río Paraná y la menor demanda por parte de Brasil.

El sector terciario, por la naturaleza de algunas de sus actividades que implican interacción social, ha sido el más golpeado por la pandemia. Se destaca la fuerte caída de hoteles y restaurantes, servicios a los hogares, servicios a las empresas y comercio, aunque han mostrado una mejora relativa en meses recientes. En el sector transporte, la retracción registrada en los segmentos relacionados a los viajes aéreos y transporte de pasajeros ha sido mitigada por los mejores resultados observados en el transporte de cargas. Adicionalmente, los subsectores de telecomunicaciones, intermediación financiera, servicios inmobiliarios y servicios gubernamentales han mostrado una buena dinámica, por lo que la proyección de contracción del sector terciario para el año se ha ido acortando en las últimas revisiones.

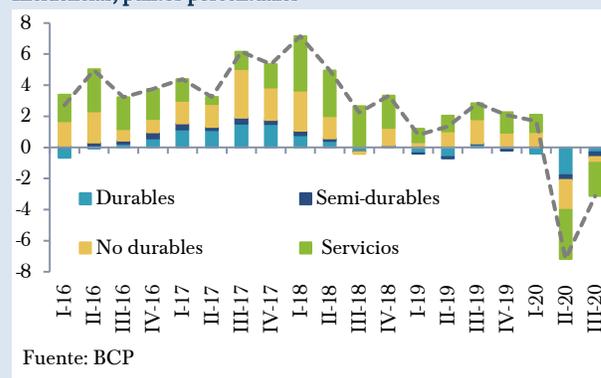
**Tabla I**  
Revisiones del crecimiento del PIB 2020 (Oferta)  
Porcentaje

Sectores	IPoM Dic. 19	IPoM Mar. 20	IPoM Jun. 20	IPoM Sep. 20	IPoM Dic. 20
<b>Sector primario</b>	<b>3,8</b>	<b>6,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>
Agricultura	5,0	8,5	10,5	10,5	9,0
Ganadería	1,2	1,5	5,0	5,0	5,0
<b>Sector secundario</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,4</b>
Manufactura	4,6	-0,5	-3,5	-2,5	-1,5
Construcción	3,7	0,0	3,5	7,0	9,8
Electric. y Agua	2,5	-2,5	-4,0	-4,5	-2,5
<b>Sector terciario</b>	<b>4,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,5</b>
Gobierno General	4,0	5,0	4,0	4,5	4,6
Comercio	3,1	-2,4	-3,1	-6,0	-6,8
Otros Servicios	4,6	-9,4	-11,3	-5,2	-4,8
<b>PIB</b>	<b>4,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>
PIB s/agro y bin.	4,1	-3,5	-4,8	-2,4	-1,8

Fuente: BCP

Las medidas de protección de la salud pública (confinamiento, suspensión de actividades y cierre de frontera) significaron un *shock* de oferta, que al mismo tiempo desencadenó un *shock* negativo sobre la demanda por la pérdida de empleos e ingresos de las personas y empresas. A esto se ha sumado el impacto que ha tenido la propia pandemia sobre las preferencias de los agentes económicos, especialmente con relación a la demanda por algunos servicios que implican contacto social (restaurantes y hoteles, recreación, salud, educación). También los gastos en bienes no durables (que incluyen principalmente alimentos, papeles y combustibles) se han frenado, al igual que las compras de bienes durables, tales como electrodomésticos y vehículos automotores. De esta manera, el consumo privado se corrigió de 3,7% a -6,6% en abril 2020 y a -7,7% en julio. Sin embargo, con la puesta en marcha del desconfinamiento paulatino, la reapertura de algunos sectores económicos, la rápida adaptación a los protocolos sanitarios por parte de la población y, con el respaldo de las medidas de estímulo fiscal y monetario, se ha visto un deterioro menor a lo esperado, motivando una revisión al alza (menor caída) del consumo privado (tabla II).

**Gráfico XI**  
Componentes del consumo privado  
Incidencias, puntos porcentuales

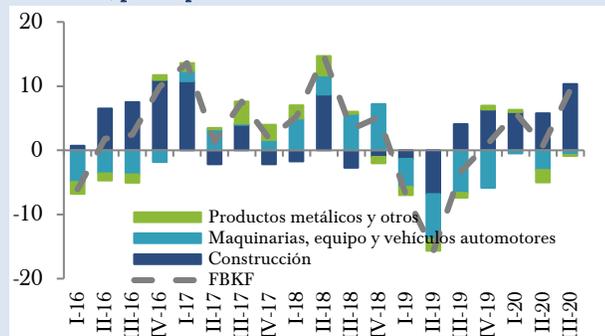


La inversión, si bien ha sido corregida a la baja en la primera revisión, posteriormente se ha ajustado nuevamente al alza, impulsada por una recuperación de las construcciones, marcadamente superior a la esperada inicialmente. En abril, el sector fue impactado duramente por la cuarentena estricta, pero a partir del inicio del levantamiento gradual de las medidas de distanciamiento social, los indicadores ligados a las construcciones, tanto públicas como privadas, han repuntado con mucha fuerza. Este buen desempeño ha sido morigerado por la

contracción de la inversión en maquinarias, equipo y vehículos automotores y en productos metálicos.

**Gráfico XII**

**Componentes de la inversión (FBKF)**  
Incidencias, puntos porcentuales



Fuente: BCP

Finalmente, en lo referente al comercio exterior de bienes y servicios, las exportaciones previstas se han recortado, principalmente por el brusco descenso de las reexportaciones a raíz del prolongado cierre de las fronteras, especialmente con Brasil. Además, la menor producción de energía eléctrica de las binacionales tiene su repercusión directa sobre las exportaciones. En el mismo sentido, las previsiones de las importaciones han sido ajustadas a la baja, consistente con el declive de la demanda interna y con la merma del comercio de frontera (importaciones bajo el régimen de turismo).

**Tabla II**

**Revisiones del crecimiento del PIB 2020 (demanda)**  
Porcentaje

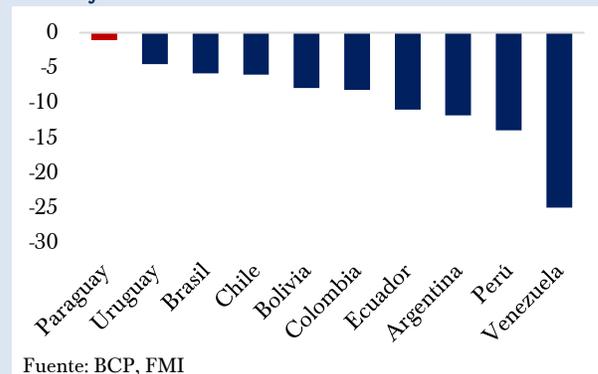
Tipo de Gastos	IPoM Dic. 19	IPoM Mar. 20	IPoM Jun. 20	IPoM Sep. 20	IPoM Dic. 20
<b>Demanda Interna</b>	<b>3,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,4</b>
Consumo Privado	3,7	-6,6	-7,0	-4,6	-5,1
Consumo Público	4,0	10,0	5,0	5,2	4,8
Inversión (FBKF)	3,5	-3,5	1,5	5,1	4,1
<b>Exportaciones</b>	<b>4,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,4</b>
<b>Importaciones</b>	<b>3,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-12,1</b>	<b>-14,4</b>
<b>PIB total</b>	<b>4,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>

Fuente: BCP

A pesar del deterioro sustancial de la actividad económica en el 2020, Paraguay se encuentra entre los países menos dañados por la pandemia de COVID-19 (gráfico XIII).

**Gráfico XIII**

**Proyecciones de crecimiento del PIB 2020**  
Porcentaje



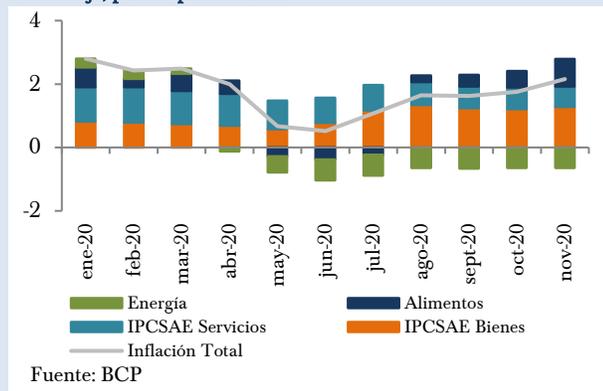
Fuente: BCP, FMI

**Pronósticos de inflación**

En el informe de diciembre de 2019, la proyección de inflación para el 2020 fue del 3,9%, cifra compatible con el repunte económico previsto, la proyección de inflación para el 2020 fue 3,9%. En aquel momento, se esperaba una inflación ligeramente inferior al 3% para los primeros dos trimestres del año, para luego repuntar en el segundo semestre. Efectivamente, los datos observados en los primeros meses del año (previo a la pandemia) se ubicaron en niveles acordes a los pronósticos. Sin embargo, la disrupción causada por la emergencia sanitaria alteró diametralmente el escenario relevante para la inflación (en términos de la brecha del producto, los precios de importación, el tipo de cambio real y la brecha externa). De esta manera, las presiones inflacionarias se mitigaron sensiblemente. En gran medida, la desaceleración de la inflación interanual en el segundo trimestre se debió a la caída de los precios de los alimentos y de la energía (combustibles) (gráfico XIV). En este contexto, las proyecciones se redujeron a 2,4% en el IPoM de marzo y a 1,2% en IPoM de junio (tabla III).

Posteriormente, los indicadores de actividad económica y de la demanda interna han revelado un mejor desempeño con relación a lo previsto inicialmente. En línea con ello, los precios se han vuelto a recuperar (excepto de los combustibles), previéndose también con ello una inflación más alta para el 2020, con respecto a la previsión de julio.

**Gráfico XIV**  
Inflación interanual e incidencias  
Porcentaje, puntos porcentuales



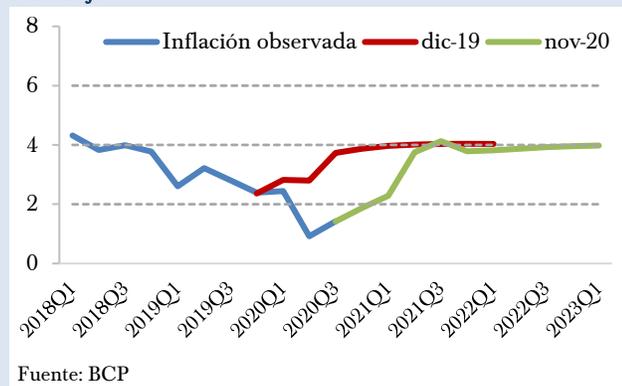
**Tabla III**  
Proyecciones de inflación

Porcentaje	IPoM Dic. 19	IPoM Mar. 20	IPoM Jun. 20	IPoM Sep. 20	IPoM Dic. 20
Inflación total diciembre	3,9	2,4	1,2	1,6	2,1

Fuente: BCP

Con respecto a la trayectoria de la convergencia, inicialmente las previsiones apuntaban a una inflación en torno a la meta a partir del tercer trimestre del 2020, nivel en el que se mantendría hasta el horizonte de proyección (cuarto trimestre 2021). Con el cambio de escenario, actualmente los pronósticos apuntan a que la variación de precios se mantendrá baja hasta el primer trimestre del 2021, manteniéndose en niveles próximos a la meta a partir del tercer trimestre de dicho año hasta el horizonte relevante de política monetaria (gráfico XV).

**Gráfico XV**  
Proyecciones de la inflación total  
Porcentaje



Fuente: BCP

### Comentarios finales

Las medidas de seguridad sanitaria implementadas han sido necesarias y oportunas, logrando evitar el colapso del sistema de salud y, por ende, costos más elevados en términos de pérdida de vidas humanas. Sin embargo, una consecuencia ineludible ha sido el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía. Las actividades que requieren interacción social y/o que dependen del turismo han sido las más golpeadas, particularmente hoteles y restaurantes, servicios a los hogares, servicios a las empresas y comercio (especialmente en las fronteras). En el sector manufacturero, textiles, bebidas y tabacos, cueros y calzados, papel y productos de papel, se encuentran entre los segmentos más perjudicados.

Con relación al comercio exterior, las exportaciones registradas han mostrado un buen resultado (granos de soja, aceites de soja y carne), a pesar de la contracción de las exportaciones de electricidad y de productos enviados bajo el régimen de maquila. Las reexportaciones, además del debilitamiento económico de los países vecinos, han sido afectadas por el cierre de las fronteras.

En cuanto a los otros canales de transmisión del entorno internacional, los términos de intercambio han mejorado por la caída significativa de los precios de importación (principalmente combustibles), mientras que los efectos de la retracción de turismo y de las remesas han sido limitados, debido al bajo peso que tienen con respecto al tamaño de la economía agregada.

Además de lo señalado previamente, la buena zafra agrícola y sus efectos “derrame” sobre otros sectores, el desempeño favorable de la ganadería, el significativo repunte de las construcciones públicas y privadas, las medidas de apoyo a los ingresos de la población, las medidas de flexibilización crediticia, el estímulo monetario y el apoyo a la liquidez del sistema financiero, han contribuido a que la repercusión negativa de la pandemia sobre la economía local se haya amortiguado en gran parte. Aun así, la pérdida de producto se encuentra en torno a 5 puntos porcentuales, con relación al nivel previsto inicialmente para el 2020. No obstante, es importante resaltar que esta merma del producto se encuentra entre las más bajas de la región, lo cual representa cierta ventaja en el punto de partida para



recuperar, en el menor tiempo posible, el nivel del PIB observado en la pre-pandemia (2019). Finalmente, es apropiado advertir que la evolución de la economía (mundial y local) continúa sujeta a un alto grado de incertidumbre. Una profundización de la crisis sanitaria, por las segundas o terceras olas, podría nuevamente empañar las perspectivas de recuperación del próximo año, pero al mismo tiempo, el notable avance en el desarrollo de las vacunas es un factor sumamente positivo que podría impulsar a la economía global y doméstica.

## Recuadro II: Estimación de la brecha del producto para Paraguay

### Introducción

El comportamiento de la política monetaria requiere de información sobre el estado actual de la economía, el cual se lo resume en la brecha del producto, definida como la diferencia entre el producto observado y el potencial, este último entendido como el nivel de actividad económica en ausencia de presiones inflacionarias.

Estimar y conocer la brecha del producto o posición cíclica de la economía es fundamental para un banco central. Sin embargo, por su naturaleza esta variable es inobservable y, por lo tanto, está sujeta a una gran incertidumbre. Así también, es bien sabido que la brecha del producto es un indicador de la dinámica de la demanda agregada y de las presiones inflacionarias.

En la literatura económica, existen diferentes formas de estimar la brecha del producto, pero todas ellas tienen el mismo objetivo: separar el nivel actual del producto en dos componentes, uno más persistente llamado potencial, y otro menos persistente llamado “ciclo” o brecha del producto. Dentro de la literatura de los filtros, se encuentran los univariados y los multivariados. Los filtros univariados son utilizados ampliamente, a pesar de sus problemas, entre los que principalmente se destacan el sesgo de final de muestra, ciclos espurios y los quiebres estructurales.

Una manera de sortear los problemas de los filtros univariados es utilizar filtros multivariados, los cuales explotan mejor el conjunto de información disponible para la estimación de la brecha del producto, permitiendo una descomposición más precisa de la serie del producto.

A continuación, se presenta la metodología empleada en los filtros multivariados para obtener la brecha del producto de la economía paraguaya en el periodo 1997q1-2020q4. La estructura de los filtros multivariados empleados, en primera instancia, tiene en cuenta la teoría

económica de la relación entre la brecha del producto con la inflación (Curva de Phillips), para luego aumentar el modelo con el mercado laboral (Ley de Okun)<sup>11</sup>. Además, se comparan los filtros multivariados con el filtro univariado Hodrick-Prescott (HP).

### Filtro de Kalman multivariado

Este método consiste en expresar un sistema dinámico bajo la forma de estado-espacio. La representación de un sistema dinámico en la forma estado-espacio incorpora en la estimación a las variables no observables, conocidas como variables de estado, juntamente con las variables observables<sup>12</sup>.

Los modelos estado-espacio son estimados a través de un algoritmo conocido como filtro de Kalman. Este filtro se emplea para evaluar la función de probabilidad, y para suavizar y predecir las variables de estado no observables.

Asimismo, como se mencionó anteriormente, se utiliza información adicional proveniente de la teoría económica para mejorar la estimación, brindando a la metodología un marco semiestructural, a diferencia de los filtros univariados.

Los filtros multivariados producen estimaciones más robustas de la brecha del producto en comparación a los filtros univariados como el HP. Igualmente, la utilización de relaciones macroeconómicas agrega sustento teórico a los modelos puramente estadísticos y el uso de las expectativas de crecimiento e inflación reduce el conocido sesgo de final de muestra de los filtros univariados.

Entre las relaciones macroeconómicas utilizadas se encuentra la Curva de Phillips y la Ley de Okun. La primera relaciona la inflación con la brecha del producto.

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + (1 - \alpha_1) \pi_{t+1} + \alpha_2 (y_{t-1}^* - y_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

<sup>11</sup> La brecha del producto contribuye a explicar tanto la dinámica de la inflación como la evolución del desempleo.

<sup>12</sup> Los filtros multivariados especificados en este apartado son relativamente simples, y utilizan datos trimestrales de tres variables observables: el crecimiento real del PIB, la inflación y la tasa de desempleo.

Según esta ecuación, la tasa de inflación  $\pi_t$  en el momento  $t$  es función de la inflación pasada  $\pi_{t-1}$ , de las expectativas de inflación  $\pi_{t-1}^e$ , y de los costos marginales reales<sup>13</sup> (brecha del producto).

Por otra parte, según la ley de Okun, la brecha entre la tasa de desempleo observada ( $U_t$ ) y su proceso de equilibrio (dado por  $u_t$ ), conocida como la NAIRU<sup>14</sup>, es una función de la brecha del producto ( $y_t^*$ ).

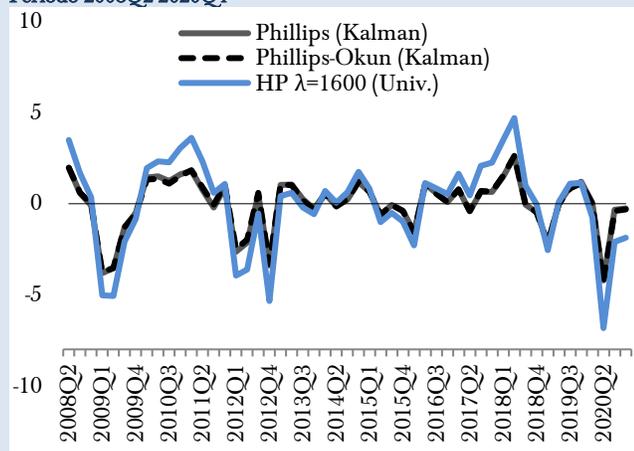
$$U_t - u_t = \hat{u}_t = -\delta(y_{t-i}^*) + \varepsilon_t \quad (2)$$

Según la ecuación 2, el desempleo aumenta en  $\delta$  puntos por encima de la NAIRU si el producto observado se encuentra 1% por debajo de su potencial.

### Evolución reciente de la brecha del producto

En el siguiente gráfico, se muestra la evolución trimestral de las brechas del producto obtenidas a partir de cada ecuación<sup>15</sup>.

**Gráfico 1**  
Evolución de la Brecha del Producto  
Periodo 2008Q2-2020Q4



*Estimaciones de la brecha del producto en porcentajes.*

Las estimaciones obtenidas con los filtros multivariados coinciden en que al cuarto trimestre de 2020 la brecha del producto es aún negativa, pero se destaca el gran salto que se observa luego de la pronunciada caída que se dio

debido a las medidas de confinamiento durante el segundo trimestre de 2020.

Lo importante a destacar al comparar los filtros multivariados con el filtro HP es la recuperación observada a finales de 2020. Los filtros multivariados muestran una recuperación más pronunciada que el filtro univariado, por lo que, si el análisis se basara exclusivamente en el filtro HP, la autoridad monetaria podría estar considerando incorrectamente la dinámica de la brecha del producto. Asimismo, al analizar toda la muestra se observa una sobre-reacción del filtro HP en los periodos de mayor variación cíclica.

**Cuadro 1**  
Estimaciones de la brecha del producto  
Periodo 1997Q1-2020Q4

	Estadísticas descriptivas			
	Prome dio	Máxi mo	Míni mo	Desv. estándar
Filtro de Kalman-Curva de Phillips	0.0	3.4	-4.2	1.4
Filtro de Kalman-Ley de Okun	0.0	3.4	-4.3	1.4
Filtro Hodrick-Prescott	0.0	4.7	-6.8	2.2

### Conclusiones

El análisis presentado demuestra que al agregar información relevante existe una diferencia en los resultados arrojados por los filtros multivariados en relación con los univariados. Así, se podría considerar que la metodología de los filtros multivariados es más robusta para estimar la brecha del producto relevante para la inflación.

Finalmente, conocer en cada momento la posición cíclica de la economía paraguaya es un elemento de suma importancia para la toma de decisiones en materia de política monetaria, ya que permite a las autoridades del Banco Central tener dilucidado el estado de las holguras de capacidad en la economía.

### Referencias

<sup>13</sup> Cambios sobre la inflación se producen a través del canal de los costos de producción de los productores domésticos.

<sup>14</sup> Tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU es un acrónimo en inglés para Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment).

<sup>15</sup> El filtro de Hodrick-Prescott (HP) se utiliza como parámetro comparativo para los resultados, en general en todo el periodo estimado. El filtro HP presenta una mayor volatilidad. Las diferencias más notorias se encuentran en los años 2008, 2010, 2011, 2012, 2017, 2018 y 2020.

Banco Central de Chile (2015). *Informe de política monetaria - Septiembre 2015*.  
[https://www.bcentral.cl/documents/33528/133297/bcch\\_archivo\\_136027\\_es.pdf/ac41b349-cf2f-1205-665e-39fa8dfe934d?t=1573279538683](https://www.bcentral.cl/documents/33528/133297/bcch_archivo_136027_es.pdf/ac41b349-cf2f-1205-665e-39fa8dfe934d?t=1573279538683)

Benes, J., y N'Diaye, P. (2004). *A Multivariate Filter for Measuring Potential Output and the NAIRU: Application to The Czech Republic* IMF Working Paper WP/04/45.1.  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0445.pdf>

Blagrove, P., et al. (2015). *A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output*. IMF Working Paper, WP/15/79.  
[https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2015/\\_wp1579.ashx](https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2015/_wp1579.ashx)

González, A., et al. (2013). *Brecha del producto y medidas de la tasa de interés neutral para Colombia*. Banco de la República.  
<https://investiga.banrep.gov.co/es/content/brecha-del-producto-y-medidas-de-la-tasa-de-interes-neutral-para-colombia>

Hodrick, R.J., y Prescott, E. (1997). *Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29(1), pp. 1–16.

Okun, A.M. (1962) *Potential GNP: Its Measurement and Significance*, in Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, pp. 98-104 (Washington: American Statistical Association).

## 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 con 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 2020



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay