



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO  
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	10
I. Entorno Internacional y Regional	14
II. Mercados Financieros	21
III. Escenario Doméstico	24
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	33
<b>Recuadro I</b>	<b>39</b>
Efectos de la pandemia del Covid-19 sobre la economía global	
<b>Recuadro II</b>	<b>44</b>
Medidas económicas para contener los efectos del Covid-19	
Glosario	48

(\*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 27 de abril. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

## Política Monetaria en Paraguay

### Esquema de Política Monetaria

El Banco Central del Paraguay (BCP) conduce su política monetaria bajo un Esquema de Metas de Inflación oficialmente desde mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

#### Objetivo

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

#### Meta de inflación

La inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), establecida como meta es del 4,0 por ciento, con un rango de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la alta exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

#### Instrumento de política monetaria

Para la implementación de este esquema, el BCP utiliza como instrumento la tasa de política monetaria (TPM), a través de la cual influye inicialmente en las tasas de interés y liquidez del mercado, que pueden afectar parte de la actividad económica, para posteriormente incidir en la inflación, por medio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

#### Horizonte de política monetaria

El horizonte de política monetaria es el periodo de tiempo durante el cual se manifiestan los efectos de un cambio en la TPM sobre la economía, a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

De acuerdo a investigaciones realizadas por el BCP, se estima que el horizonte de política monetaria se ubica entre 18 y 24 meses, independiente del año calendario.

### Proceso de toma de decisiones

El Comité 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

Desde el último IPoM, las perspectivas de crecimiento económico mundial se han reducido significativamente, principalmente debido a los efectos globales de la pandemia del Covid-19. El primer trimestre del año estuvo marcado por una menor producción industrial y de servicios, una menor demanda global, una reducción en los precios de *commodities* y una mayor aversión al riesgo. La incertidumbre respecto a la duración de la pandemia y de las correspondientes medidas de contención mantienen el sesgo a la baja en las previsiones de crecimiento a nivel mundial. En este deteriorado panorama, los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, han reducido las tasas de interés de referencia de la política monetaria y han utilizado diversos instrumentos adicionales para garantizar la disponibilidad de liquidez en los respectivos mercados.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento anualizado del 2,1% en el cuarto trimestre de 2019, al igual que en el tercer trimestre. Este incremento se vio explicado por el crecimiento del consumo de hogares, el gasto del gobierno federal, las exportaciones netas y la inversión privada. Por otra parte, en el primer trimestre de 2020, el PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero se ubicó en zona de contracción en marzo, principalmente a consecuencia del paro de actividades ante la pandemia. En este escenario, las perspectivas de crecimiento para este año se revirtieron respecto al informe anterior, pasando de 1,8% a -3,5%. Con relación al nivel de precios, se ha observado un descenso en la inflación de marzo, situándose debajo de la meta del 2%. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) redujo el rango referencial de tasas en 150 puntos básicos en marzo, situándolo en 0-0,25% e implementó medidas de política monetaria no convencionales para estimular la economía.

En la Eurozona, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2019 fue 1,0%, levemente inferior al 1,2% registrado en el tercer trimestre. Respecto al primer trimestre de 2020, el indicador manufacturero (PMI) ha continuado en zona de contracción con una mayor desaceleración en marzo, a consecuencia de la pandemia. Ante este contexto, los pronósticos de crecimiento para 2020 se han reducido drásticamente, situándose en -5,3% anual (1% en el IPoM anterior). En cuanto a los precios, en marzo se ha observado una reducción de los indicadores de inflación respecto al cierre de 2019, manteniéndose en niveles bajos con relación a la meta. Para hacer frente a la pandemia, 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 primer trimestre del año y ha implementado medidas no convencionales para asegurar la liquidez en todos los países de la Eurozona.

En China, los datos del cuarto trimestre de 2019 señalan un crecimiento del 6,0% interanual, al igual que en el trimestre anterior. El resultado del último trimestre del año anterior fue favorecido por el acuerdo de fase uno sobre el conflicto comercial con Estados Unidos. Por otra parte, en 2020, el desempeño del sector manufacturero se vio fuertemente afectado por la propagación del nuevo coronavirus, registrando una contracción históricamente baja en febrero. De esta manera, los pronósticos de crecimiento para el año 2020 se revisaron a la baja, pasando de 5,9% (del IPoM anterior) a 2,0%.

En Brasil, el PIB del cuarto trimestre de 2019 registró un crecimiento interanual del 1,7%, por encima del 1,2% registrado en el tercer trimestre. Este mejor resultado se debió fundamentalmente a los incrementos en la inversión y en el consumo de los hogares. Por otra parte, los datos de inicios de 2020 señalan un crecimiento del 0,6% interanual en la actividad económica en enero y una contracción del PMI manufacturero en marzo. En cuanto a la proyección de crecimiento, la misma se revirtió para el 2020 con relación a la reportada en el informe anterior, pasando de 2,1% a -2,5% anual. En lo referente al nivel de precios, las medidas de inflación se han mantenido en la zona inferior del rango meta, que para el 2020 es de 4% +/- 1,5p.p. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil redujo la tasa SELIC en febrero y marzo, hasta situarla en 3,75% anual.

En Argentina, el PIB trimestral del cuarto trimestre de 2019 registró una variación interanual de -1,1%, una caída menor a la registrada en el trimestre anterior (-1,8%). En 2020, los datos más recientes de la actividad económica arrojaron una contracción interanual del 1,8% en enero, especialmente por las caídas de los sectores de construcción, intermediación

financiera, agricultura y ganadería. La actividad manufacturera también mostró un deterioro en enero, exhibiendo una reducción del 0,8% interanual en la producción. Con estos datos preliminares e incorporando los potenciales efectos de la pandemia, la perspectiva de crecimiento para 2020 fue revisada a la baja pasando de -1,7% anual (IPoM anterior) a -5,0%. Cabe destacar que, en el primer trimestre, el gobierno argentino ha avanzado en relación a la renegociación de la deuda externa argentina. Dado este escenario, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) continuó reduciendo el límite inferior de la tasa de LELIQ, situándola en 38% en marzo.

En el contexto local, la actividad económica continuó mostrando una buena dinámica hacia finales del 2019. En el cuarto trimestre, el PIB creció 3,5% interanual, luego de la tasa del 2,6% en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el resultado interanual fue explicado por el desempeño favorable de los servicios, la agricultura, la construcción y, en menor medida, por las manufacturas. Por el lado del gasto, el consumo público y privado fueron los de mayor incidencia en el cuarto trimestre. Por su parte, la formación bruta de capital fijo ha presentado un leve crecimiento con respecto al mismo período del 2018, mientras que, se observó una contracción en las exportaciones netas. De acuerdo a los registros al mes de febrero, la actividad económica había mantenido un buen ritmo de crecimiento, sin embargo, a partir del mes de marzo, este impulso se frenó significativamente con la emergencia sanitaria y las medidas de contención social, como así también por un escenario externo más deteriorado.

Con relación al comportamiento de los precios, la inflación total y las medidas de tendencia se han incrementado ligeramente respecto a lo reportado en el IPoM anterior, aunque se mantienen en la zona inferior del rango meta. En el periodo enero-marzo, el promedio de la inflación total interanual fue 2,6%, superior al 2,4% observado en el cuarto trimestre del 2019. Este resultado se explicó principalmente por un incremento mayor de la tasa interanual de los precios de los alimentos (sin frutas y verduras), de otros bienes de la canasta (distintos de alimentos) y de alquileres, mientras que, la variación interanual de los precios de los servicios fue similar a la del trimestre previo. Por su parte, los promedios de la inflación subyacente, de la subyacente X1 y de la inflación núcleo durante el periodo enero-marzo aumentaron a 2,8%, 2,9% y 2,4%, respectivamente (2,3%, 2,6% y 2,3% en el informe anterior). En el mes de marzo, algunos rubros afectados por las medidas sanitarias (turismo, hoteles, etc.) comenzaron a mostrar reducciones en sus precios, situación que persistiría en los próximos meses, dado el panorama económico actual.

En cuanto a las decisiones de política monetaria, en las reuniones de enero y febrero, la tasa de referencia se mantuvo invariable en 4% anual. Sin embargo, en marzo, luego de la confirmación de casos de Coronavirus (Covid-19) en Paraguay y tras el anuncio de las acciones de mitigación sanitaria, el Comité de Política Monetaria (CPM) consideró apropiado distender decididamente las condiciones monetarias de la economía, atendiendo que las presiones inflacionarias, que se mantenían acotadas, se moderarían más en los siguientes meses por la retracción de la actividad y de la demanda interna, como así también por un menor impulso externo. De esta manera, en marzo, el CPM redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 175 puntos básicos en tres reuniones (una ordinaria y dos extraordinarias), mientras que en abril volvió a reducir 100 pb, completando 275 pb, situándose la tasa de referencia en 1,25% anual.

El escenario base del producto revela una significativa revisión a la baja, de 4,1% (IPoM diciembre) a -2,5% para el 2020. Por el lado de la oferta, el sector primario recoge una mejora en la proyección respecto de la estimación previa, ya que se espera un mejor desempeño del sector agrícola (soja) y de la ganadería. Sin embargo, el sector secundario y, especialmente el terciario, se ven fuertemente afectados por la pandemia del Covid-19 y las medidas de contención social. En el primero, las manufacturas y las construcciones sufrirán una contracción, a las que se suma también la caída en la producción de electricidad de las binacionales por el menor nivel del río Paraná. En el sector servicios, se prevé un impacto significativo sobre el desempeño de hoteles y restaurantes, comercio, transportes, servicios a las empresas y a los hogares, mientras que gobierno general y telecomunicaciones mantendrán una buena dinámica. Desde el enfoque del gasto, la demanda interna será el componente más afectado, sobre todo el consumo privado, que tendrá una contracción de 6,6%. Este comportamiento contempla, por una parte, una reducción de los ingresos (hogares y empresas) y un deterioro de las expectativas, lo que incidirá en una menor demanda de bienes y servicios. Sin embargo, se espera que los programas de ayuda social del Gobierno contribuyan a mitigar este efecto. La formación bruta de capital fijo también registrará una caída (3,5%), debido

a la paralización de las obras -especialmente del sector privado-, sumada a la disminución de las importaciones de bienes de capital. No obstante, el consumo público tendrá un repunte importante, teniendo en cuenta el significativo incremento previsto de las compras de bienes y servicios ligados al sector de la salud. Por el lado de la demanda externa, la estimación de las exportaciones comprende una disminución de 1,5%, principalmente debido a la contracción importante que sufrirán los principales socios comerciales, en especial Brasil, lo que impacta de manera negativa a las reexportaciones. A esto también se suma, la depreciación importante que las monedas de estos países registran con respecto al dólar estadounidense. Las importaciones, por su parte, registrarán una caída de 5,7%, explicada principalmente por la fuerte contracción de las importaciones bajo el Régimen de Turismo y una demanda interna deteriorada. No obstante, la importación de bienes relacionados al sector salud, alimentos y artículos de limpieza compensarán una caída mayor.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2019	2020(f)	2020(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-3,6</b>	<b>6,4</b>	<b>0,7</b>
Agricultura	-4,9	8,5	0,7
Ganadería	1,3	1,5	0,0
Forestal, Pesca y Minería	-2,6	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>-3,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>
Manufactura	-1,0	-0,5	-0,1
Construcción	1,1	0,0	0,0
Electricidad y Agua	-11,2	-2,5	-0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>3,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,6</b>
Gobierno General	5,1	5,0	0,5
Comercio	-0,4	-2,4	-0,3
Otros Servicios <sup>†</sup>	4,0	-9,4	-2,8
Impuestos	-1,7	-5,0	-0,4
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	1,5	-3,5	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

El escenario base de la inflación contempla una convergencia a la meta de 4% en el horizonte de política mucho más lenta que la estimada en el IPoM de diciembre 2019, comportamiento que se observa tanto para la inflación total como para la subyacente. Esta trayectoria de la inflación está explicada principalmente por un deterioro significativo de la demanda interna, en todos sus componentes, lo que implica una brecha (negativa) del producto más amplia para este escenario. Al respecto, si bien los datos de actividad económica de los primeros meses del año mostraban una recuperación coherente con las estimaciones previas, la paralización de la actividad económica desde mediados de marzo implicó un menor crecimiento interanual para el primer trimestre del año, lo cual se refleja en una brecha del producto más abierta para ese periodo y se asume un deterioro significativo en el segundo trimestre con una recuperación gradual a partir del tercer trimestre. Esto último contempla, por un lado, el fuerte estímulo monetario y por otro, el efecto positivo que tendrían las medidas de mitigación adoptadas por las autoridades sobre el ingreso de los hogares y las empresas. Además de esto, la trayectoria de la inflación en el mediano plazo está influida por una menor expectativa de depreciación del tipo de cambio, reflejada en un tipo de cambio real apreciado respecto de su valor de equilibrio como supuesto inicial de proyección. En línea con la evolución esperada de las variables señaladas, la inflación mostrará una trayectoria descendente cercana al rango inferior de la meta, para cerrar el año en 2,4% en el caso de la inflación total y 2% en la inflación subyacente. En ambas medidas, la convergencia a la meta se daría hacia finales del horizonte de proyección, primer trimestre del 2022.

<sup>†</sup> 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	2,2	3,7	
Inflación IPC diciembre (**)	2,8	2,4	3,7	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,3	1,9	3,7	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,8	2,0	3,7	
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 primer trimestre de 2022.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación al escenario de riesgos, en el ámbito internacional, existen importantes posibilidades de un mayor deterioro en las perspectivas de crecimiento económico mundial. La pandemia podría durar más de lo esperado y el impacto sobre la actividad económica y los mercados financieros podría agudizarse. Los efectos podrían ser desproporcionados para las economías en desarrollo, en la medida que se agoten los espacios fiscales y financieros para atenuar el *shock*. Más aún, el reciente desplome del precio del crudo tendrá consecuencias importantes en las economías productoras y exportadoras netas de petróleo.

Se espera que la cotización del crudo WTI continúe baja por el resto del año. Esto, podría incidir en algún momento en los precios de los combustibles comercializados a nivel doméstico, en la medida que se agoten las existencias de productos adquiridos anteriormente. Asimismo, algunos de los precios de los *commodities* relevantes para la economía paraguaya (soja, maíz y carne vacuna) se han reducido, pero en menor proporción a la del precio del petróleo, con lo cual, se amortiguaría el impacto negativo sobre los términos de intercambio. En términos de ingresos por exportación, el menor precio internacional, particularmente de la soja, se compensaría con la mayor producción registrada en la zafra 2019/2020.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, si bien los bancos centrales han reducido las tasas de referencia y han adoptado diversas medidas para garantizar la liquidez, los *spreads* de los bonos soberanos de los mercados emergentes y de los exportadores de *commodities* han aumentado significativamente, empeorando las condiciones financieras internacionales.

En la región, se espera un marcado deterioro de la actividad económica debido a la pandemia, que complica más el panorama para aquellos países con desbalances macroeconómicos y que, ante esta emergencia, se han encontrado con una limitada capacidad fiscal para amortiguar el impacto. En el caso de Brasil y Argentina, el debilitamiento de sus economías podría incidir en las exportaciones de manufacturas de origen industrial de Paraguay (principalmente de las maquiladoras). Adicionalmente, la mayor depreciación de las monedas de países vecinos podría reducir la competitividad de las exportaciones paraguayas.

En el plano local, la estricta cuarentena se flexibilizaría a partir de inicios de mayo, con lo cual, los sectores económicos limitados especialmente por la oferta podrían retomar algún impulso (construcciones, comercios, manufacturas, etc.). Por su parte, la recuperación de aquellos rubros que han experimentado un freno significativo en la demanda (hoteles, restaurantes, turismo) podría postergarse por un periodo más largo. Un riesgo de la flexibilización de la cuarentena es que se produzca un contagio acelerado de la enfermedad, provocando nuevamente una paralización brusca de las actividades, en un escenario económico más complejo y con un espacio fiscal más acotado.

## Decisiones de Política Monetaria

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

La actividad económica global concluía el año 2019 con un dinamismo moderado, afectado principalmente por el deterioro del comercio internacional y de la producción industrial. Sin embargo, las expectativas para el 2020 podrían haber sido más alentadoras en la medida que el conflicto comercial entre Estados Unidos y China hubiese ayudado a descomprimir la elevada incertidumbre que había afectado al desempeño económico durante el último año. Otro factor positivo era la posición más acomodaticia de la política monetaria que habían adoptado los principales bancos centrales del mundo.

En Estados Unidos, la actividad económica había mostrado una leve mejora en el tercer trimestre de 2019, respecto al segundo trimestre, lo cual se reflejaba en un fortalecimiento del mercado laboral, con niveles de desempleo por debajo del promedio de los últimos 5 años. Con relación a los precios, durante los últimos meses se habían verificado aumentos en los niveles de inflación, aunque se mantenía moderada y por debajo de la meta de 2%. En este escenario, durante el cuarto trimestre del año anterior, la Reserva Federal (*Fed*) redujo el rango referencial de tasas en octubre a 1,50% - 1,75% y lo mantuvo igual en su reunión de diciembre.

La Eurozona había mantenido en el tercer trimestre del año anterior el mismo nivel de crecimiento moderado de la actividad económica que el trimestre previo. Por el lado de los precios, la tasa de inflación había registrado en general una trayectoria descendente a lo largo de 2019, aunque se verificó un leve aumento en noviembre, pero en niveles inferiores al objetivo de 2%. Con esto, no se preveía una convergencia clara a la meta, por lo que se esperaba que permanezca la posición acomodaticia del BCE, el cual mantuvo sin variaciones la tasa de operaciones de refinanciación, la de facilidad marginal de crédito y la de facilidad de depósitos durante el cuarto trimestre.

Por su parte, en China, se había observado un menor dinamismo de la actividad económica en el tercer trimestre, respecto al segundo, afectado por el conflicto comercial con EE.UU. Sin embargo, se esperaba que el deteriorado sector externo pudiera mostrar señales de recuperación luego de llegar a un acuerdo preliminar con Estados Unidos.

En Brasil, el dinamismo de la economía se mantuvo a ritmo moderado en el tercer trimestre, levemente superior al segundo. Las expectativas de crecimiento habían mejorado marginalmente respecto al informe previo, en parte, gracias al avance en el paquete de reformas impulsadas por el Gobierno. Por su parte, las medidas de inflación continuaban por debajo de la meta, por lo que el COPOM del Banco Central de Brasil había decidido reducir la tasa SELIC en dos oportunidades en el cuarto trimestre, hasta situarla en 4,50% anual.

La actividad económica en Argentina seguía en deterioro registrando una caída del PIB en el tercer trimestre. Desde inicios de diciembre, el escenario político había cambiado y el nuevo gobierno había anunciado nuevas medidas de política para hacer frente a la compleja situación económica. Respecto a los precios, luego de un periodo de desaceleración, la inflación repuntó nuevamente en el mes de noviembre, situándose en niveles elevados. Las previsiones de crecimiento habían sido revisadas nuevamente a la baja.

En el ámbito local, la actividad económica había comenzado a mostrar señales de recuperación a partir del segundo semestre. En el tercer trimestre se verificó un crecimiento positivo del PIB, luego de registros negativos en los primeros trimestres. La inflación total y las medidas de tendencia habían continuado mostrando una trayectoria descendente, ubicándose en niveles cercanos al límite inferior del rango meta. En cuanto a la política monetaria, en las reuniones del cuarto trimestre, el CEOMA<sup>3</sup> mantuvo la tasa de referencia en 4% anual, garantizando la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección.

<sup>3</sup> A partir de enero de 2020, el CEOMA pasó a denominarse Comité de Política Monetaria (CPM).

La proyección del crecimiento del PIB para el 2020 se situó en 4,1%, capturando el impulso que traía la actividad económica desde el segundo semestre del 2019. Por el lado de la oferta, la expansión contemplaba principalmente la recuperación de la producción agrícola, de la generación de electricidad, de las manufacturas y de las construcciones. Por el lado del gasto, se esperaba un repunte del consumo privado y de las inversiones y un aporte positivo de las exportaciones netas.

Los pronósticos de la inflación total y de la subyacente para el 2020 se ubicaban en 3,9% anual. La velocidad de convergencia de la inflación era consistente con el impulso monetario que se había dado en el trimestre previo, por lo que se preveía que la inflación iría aumentando paulatinamente ubicándose en torno al 4,0% hacia mediados del 2020, nivel en el que permanecería hasta el horizonte de política monetaria, en ese caso, el cuarto trimestre del 2021.

Los escenarios de riesgos en el plano internacional se habían mitigado, por un lado, por el acuerdo preliminar (fase uno) al que habían llegado Estados Unidos y China y, por otra parte, tras los resultados de las elecciones en el Reino Unido, se esperaba que el *Brexit* se lleve a cabo con un acuerdo. Estos avances podrían reducir los niveles de incertidumbre global, favoreciendo el comercio internacional lo que sería un factor favorable para los precios de los *commodities*. Además, el perfil más acomodaticio de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo contribuiría con un entorno de financiamiento externo más laxo. Este escenario denotaba un panorama externo más alentador para la economía paraguaya, dado que la mayor demanda externa y/o tasas de interés internacionales relativamente más bajas, beneficiarían a Paraguay directamente, como así también a través del efecto positivo que pueden tener sobre los socios comerciales.

En los países de la región, en algunos países se habían originado varios episodios de inestabilidad social y política afectando a la actividad productiva y generando una mayor percepción de riesgo en esos países. Los principales socios presentaban situaciones contrapuestas. Las perspectivas de crecimiento en Argentina seguían débiles, al tiempo que Brasil mostraba un mejor escenario

económico con mayor expectativa de crecimiento para el 2020.

### Reunión de enero

En la reunión de enero, se resaltaba que, en el plano internacional, las tensiones geopolíticas que se habían generado entre Estados Unidos e Irán se habían moderado rápidamente. Por otra parte, el acuerdo de Fase Uno entre Estados Unidos y China, había influido positivamente en el apetito de riesgo de los inversores. Además, con relación al *Brexit*, en el Reino Unido, se había aprobado la propuesta de acuerdo con la Unión Europea. En ese momento, se esperaba que estos avances podrían contribuir a atenuar la incertidumbre global en los meses venideros. En el ámbito regional, el panorama económico en Argentina permanecía complejo, mientras que en Brasil los indicadores económicos seguían mostrando una evolución favorable. En lo interno, la actividad económica seguía denotando un dinamismo importante para la recuperación. Con relación a los precios, la inflación total y las medidas de tendencia continuaban en la zona inferior del rango meta.

En ese contexto, el CPM consideró adecuado mantener el perfil monetario que ya era expansivo, compatible con el cumplimiento de la meta de inflación de mediano plazo, por lo que la TPM se mantuvo en 4,0%.

### Reunión de febrero

El brote del coronavirus en China se había convertido en un nuevo factor de incertidumbre en el plano internacional. La rápida expansión del mismo había generado el cierre temporal de algunas fábricas en aquel país, mermando la producción. También se había observado una reducción del precio de los *commodities*. En la región, el panorama en Argentina se había tornado más complejo, considerando el desafío de renegociación de la deuda, mientras que, en Brasil, los indicadores de actividad seguían mostrando un desempeño favorable, aunque se había observado una mayor depreciación del real brasileiro frente al dólar. En el contexto doméstico, la actividad económica daba cuenta de una expansión importante, registrando un crecimiento por sexto mes consecutivo. Los indicadores del sector real habían tomado impulso con una expansión generalizada de los

distintos sectores, con excepción de electricidad y agua. En relación al nivel de precios, la inflación total y las medidas de tendencia continuaban en la zona inferior del rango meta.

En ese contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,0% anual, ya que consideraba que el perfil acomodaticio seguía siendo compatible con el cumplimiento de la meta de inflación de mediano plazo.

### Reunión de marzo

El CPM seguía de cerca los riesgos derivados del COVID-19 en el escenario internacional, los cuales se habían acentuado con efectos adversos en las expectativas, en los mercados financieros internacionales y en los precios de los *commodities*. Si bien se había verificado una contención de nuevos casos en China, el virus ya se había propagado a diversas regiones, incluso a países latinoamericanos y también se había anunciado la confirmación de los primeros casos en Paraguay. Esta situación había llevado a las autoridades sanitarias a tomar medidas de aislamiento social, necesarias a fin de evitar una propagación masiva del virus en la población, pero al costo de que llevaría a una paralización de las actividades económicas.

Ante esta situación, el CPM decidió adelantar la reunión de política monetaria al 13 de marzo, la cual estaba calendarizada para el día 23 de dicho mes.

Si bien en los primeros meses del año se había observado una importante recuperación de la actividad económica, la confirmación de casos de coronavirus incidiría en las expectativas de los agentes económicos y estas podrían afectar sus decisiones de consumo e inversión, con posibles efectos sobre la dinámica económica en un futuro inmediato. Teniendo en cuenta que las medidas subyacentes de inflación habían permanecido en la zona inferior del rango meta y que las presiones inflacionarias seguían acotadas, el CPM consideró oportuno adoptar una política monetaria más acomodaticia, reduciendo la TPM en 25 puntos básicos, a 3,75% anual, a fin de mitigar los eventuales efectos adversos sobre la dinámica económica, con el objetivo de seguir garantizando la

convergencia de la inflación a la meta de 4% anual en el horizonte de política monetaria.

### Primera reunión extraordinaria de marzo

En fecha 16 de marzo, el CPM, determinó realizar una reunión extraordinaria, en la que decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, situándola en 3,25% anual.

El CPM resaltó que, en el ámbito internacional, las implicancias del brote del Covid-19 sobre la economía global había motivado un significativo cambio en el perfil de la política monetaria de los países, con el propósito de contener, en alguna medida, los efectos económicos adversos de la propagación del virus a nivel mundial. En una segunda reunión no programada, realizada el día 15 de marzo, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió reducir el rango de tasas referenciales en 100 puntos básicos, además de anunciar un paquete de compras de activos por USD 700 mil millones.

Ante este nuevo escenario, el CPM consideró que se presentaba un espacio para distender aún más el perfil de la política monetaria, con el fin de contribuir a mitigar el impacto económico negativo del coronavirus sobre la economía local, sin que ello implique un riesgo para el cumplimiento de la meta de inflación de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

### Segunda reunión extraordinaria de marzo

Considerando el deterioro significativo en las expectativas sobre el desempeño de la economía y el aumento de la incertidumbre, tanto a nivel mundial como en el plano regional y local, en fecha 30 de marzo, el CPM, determinó necesaria la realización de una segunda reunión extraordinaria en dicho mes.

En los últimos días de marzo, el panorama económico, tanto a nivel mundial como regional, se había vuelto aún más incierto, situación que, no solo afectaba a los mercados financieros, sino también ya se había empezado a notar los efectos adversos en la economía real y en el empleo. Esta situación había generado, por un lado, un escenario de mayor incertidumbre respecto de la duración del impacto sobre la actividad económica de las

medidas de aislamiento social y, por otro lado, las expectativas de recuperación de la economía en el mediano plazo se habían deteriorado de manera considerable.

Esta situación había conducido a la mayoría de los gobiernos a adoptar políticas fiscales y monetarias mucho más agresivas con el propósito de atenuar, en alguna medida, el impacto negativo sobre hogares y empresas.

Ante este escenario más complejo, el CPM decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos, situándola en 2,25% anual, adoptando así un perfil de política monetaria aún más acomodaticio, teniendo en cuenta que la inflación total y las medidas subyacentes continuaban en la zona inferior del rango meta y que la desaceleración de la demanda agregada mantendría acotada las presiones inflacionarias en el mediano plazo. Esta flexibilización monetaria seguía siendo consistente con el cumplimiento de la meta de inflación de 4% anual en el horizonte relevante de proyección.

### Reunión de abril

En la reunión de abril, el CPM destacó que las perspectivas de crecimiento económico a nivel global habían sido revisadas significativamente a la baja ante la pandemia del Covid-19. Los datos más recientes denotaban una reducción de la producción mundial manufacturera y de servicios, además de un menor comercio internacional en el primer trimestre del año. Asimismo, la incertidumbre permanecía alta respecto a la duración de la pandemia y la temporalidad de las medidas. Igualmente, en la región, la actividad económica mostraba señales de deterioro, que podrían agravarse por el empeoramiento de las condiciones financieras internacionales, explicado por el incremento de las primas de riesgo de los países emergentes y en desarrollo.

En lo interno, el escenario externo deteriorado y las necesarias medidas sanitarias habían tenido un efecto significativo sobre la dinámica de la actividad económica, especialmente sobre el sector terciario, las construcciones y algunas ramas de las manufacturas, además de una disminución considerable de la demanda interna. Por el

lado de los precios, la inflación total y las medidas subyacentes seguían mostrando una trayectoria a la baja.

En este contexto, el CPM consideró necesario flexibilizar aún más las condiciones monetarias de la economía, por lo que volvió a reducir la TPM en 100 puntos básicos, ubicándola en 1,25%, de tal manera a garantizar la convergencia de la inflación a la meta del 4,0% anual en el horizonte relevante de política monetaria.

## I. Entorno Internacional y Regional

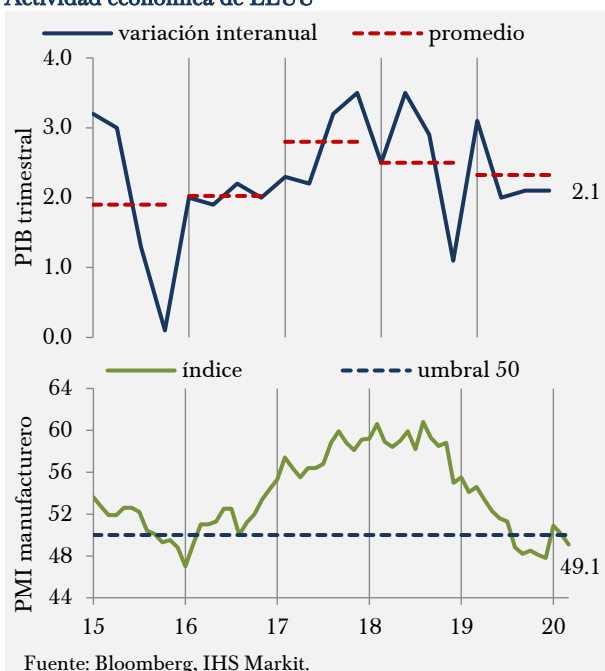
**Tabla I.1**  
**Crecimiento mundial**

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

**Gráfico I.1**  
**Actividad económica de EE.UU.**



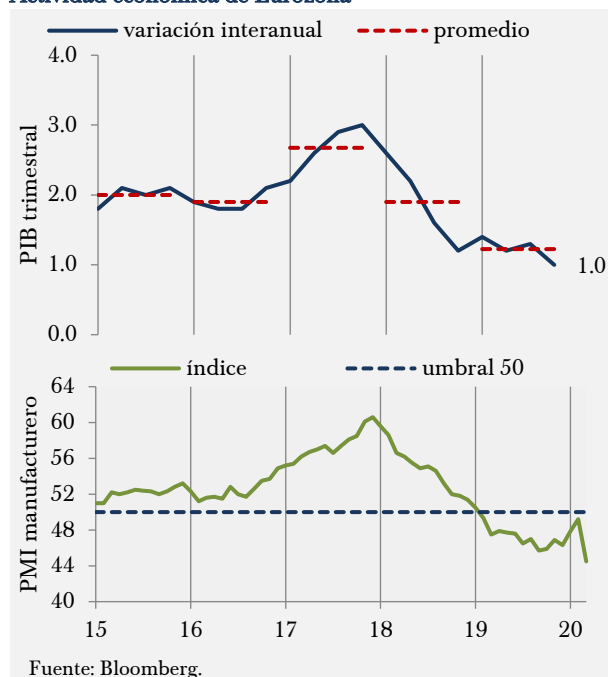
Los desarrollos del entorno internacional durante el primer trimestre de 2020 han sido marcados por el avance de la pandemia de COVID-19. Las estimaciones de crecimiento económico para este año han sido corregidas a la baja a nivel internacional, con lo cual se espera una recesión de la economía mundial. La propagación del nuevo coronavirus a nivel global ha endurecido las condiciones financieras, ha aumentado la incertidumbre y ha requerido la oportuna intervención de los gobiernos para implementar políticas sanitarias y económicas con fines de contención y mitigación de los efectos. Asimismo, los precios internacionales de las materias primas se han reducido, a consecuencia de una menor demanda global.

En las principales economías, se ha notado una reducción de la actividad económica, sobre todo en el sector de servicios, y, en menor medida en el sector manufacturero. En América del Sur, si bien el número de casos registrados es relativamente menor a las cantidades observadas en las economías desarrolladas, el avance de la enfermedad ha puesto a prueba el débil sistema de seguridad social de los países de la región. Ante este escenario, las autoridades monetarias a nivel internacional han adoptado una posición más acomodaticia y han hecho uso de instrumentos no convencionales para garantizar la liquidez del mercado.

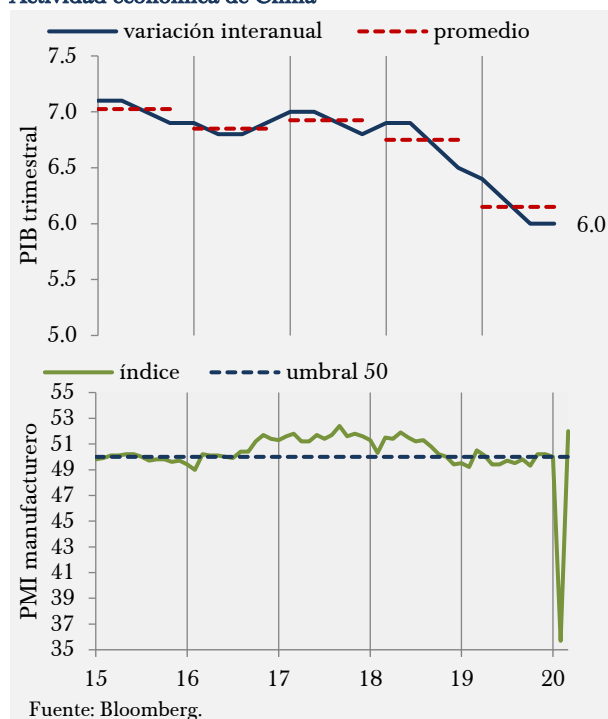
### Actividad económica

Respecto al último IPoM, la actividad económica en Estados Unidos se ha mantenido sin cambios en el cuarto trimestre de 2019. En este periodo, la actividad económica ha vuelto a crecer a un 2,1% respecto al mismo trimestre del año anterior. En el cuarto trimestre de 2019, los factores que han explicado el nivel de crecimiento han sido: el consumo de los hogares, el gasto del gobierno federal, las exportaciones (con un descenso de las importaciones) y la inversión residencial en activos fijos. Hasta fines del año pasado, el mercado laboral seguía mostrando señales favorables. Por otro lado, el sector manufacturero, ha cerrado el primer trimestre del 2020 en zona de contracción, principalmente por el rápido avance de la pandemia en EE.UU. (gráfico I.1). Las expectativas para el sector manufacturero de dicho país no son favorables en el corto plazo, se esperan menores ventas

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



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

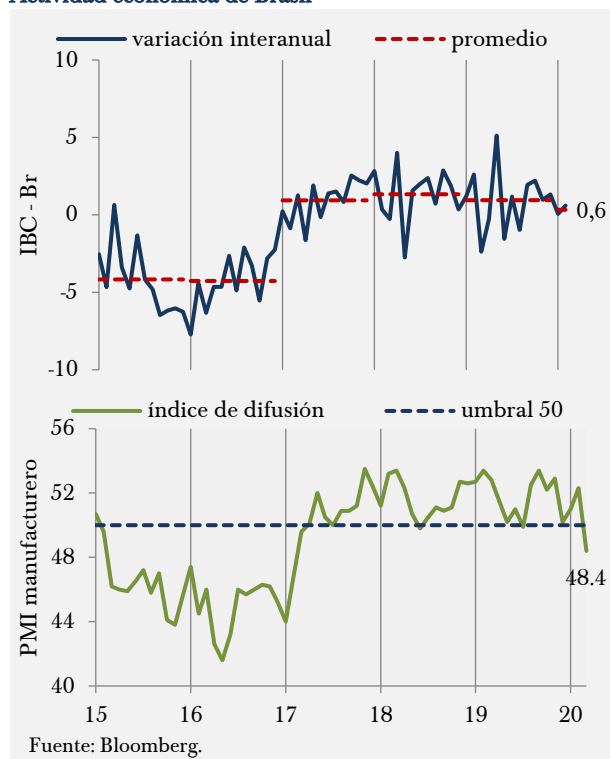


en estas industrias y ha habido un deterioro en los niveles de empleo. En cuanto a las expectativas de crecimiento, se estima que la economía americana tenga una reducción del 3,5% del PIB en el 2020, volviendo a recuperarse en el 2021, con un crecimiento de 3,8% (tabla I.1).

En el cuarto trimestre de 2019, el PIB de la Eurozona, creció a una tasa interanual de 1,0% (gráfico I.2), moderando su ritmo de crecimiento económico respecto al trimestre anterior. Se han verificado buenas tasas de incremento del producto principalmente en Irlanda, Malta y Lituania, mientras que la evolución del producto ha sido más moderada en Grecia, Finlandia e Italia. El crecimiento durante el cuarto trimestre se vio explicado principalmente por los aumentos en la formación bruta de capital fijo, acompañados por incrementos en los niveles de consumo de los hogares y consumo del gobierno, pero atenuados por un débil rendimiento del sector externo. Respecto al informe anterior, el PMI del sector manufacturero permanece en zona de contracción, notándose un deterioro en marzo (44,5), sobre todo por el rápido avance del COVID-19 en países con gran capacidad industrial en esta zona. Así también, el sector servicios ha mostrado señales de una desaceleración significativa, a consecuencia del avance del virus en la región. Teniendo en cuenta este escenario, respecto al IPoM anterior, las perspectivas de crecimiento del PIB para la Eurozona apuntan a una tasa anual de -5,3% para 2020, mostrando así una fuerte revisión a la baja (1,0% en el IPoM anterior).

Por su parte, en China, el crecimiento registrado durante el cuarto trimestre de 2019 fue igual al del trimestre anterior. En este periodo la actividad creció a una tasa del 6,0% (gráfico I.3), favorecida por el acercamiento entre China y EE.UU. para poner fin al conflicto comercial entre ambos países. Pese a ello, en 2019, China ha registrado una de sus menores tasas de crecimiento desde 1990. En cuanto al desempeño del sector manufacturero, el primer trimestre de 2020 se vio marcado por una fuerte contracción del sector en el mes de febrero, registrándose un PMI manufacturero de 35,7% en ese mes, a consecuencia del confinamiento obligatorio para evitar la propagación del coronavirus. Sin embargo, en marzo se observa una recuperación en los niveles de producción manufacturero respecto al mes anterior que, según informes de las autoridades chinas, se debe al bajo nivel de contagio registrado tras las estrictas medidas de cuarentena. De esta manera, la estimación de

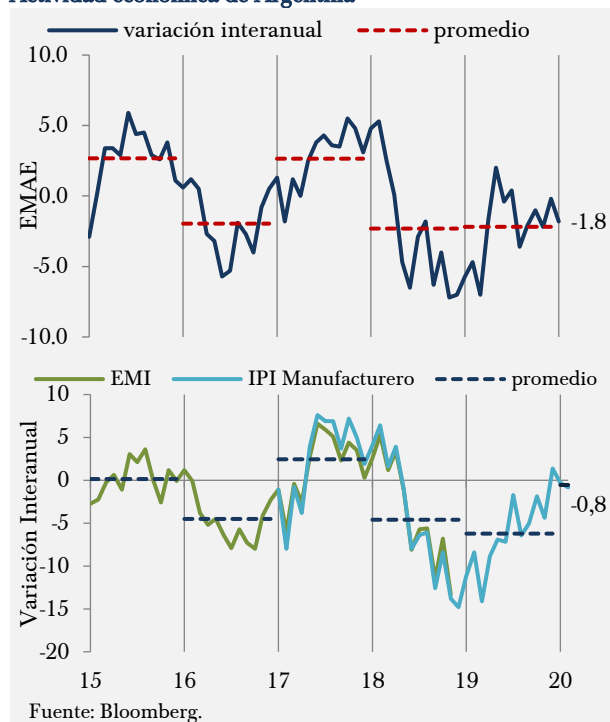
**Gráfico I.4**  
Actividad económica de Brasil



crecimiento de la economía china es del 2,0% anual para 2020 y se espera que en 2021 este país crezca a una tasa del 8,0% (tabla I.1).

En Brasil, el PIB trimestral registró un crecimiento interanual del 1,7% en el cuarto trimestre de 2019, por encima de la tasa de crecimiento del trimestre anterior (1,2%). Este mejor resultado se debió a los aumentos en la formación bruta de capital fijo y el consumo de los hogares, que fueron atenuados por la disminución del gasto del gobierno y el deterioro del sector externo. Asimismo, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) mostró signos de recuperación en enero de 2020, registrando variaciones interanuales del 0,6%. El PMI manufacturero se deterioró en marzo de 2020, registrando una contracción de 48,4, principalmente a consecuencia de una caída en los niveles de producción y nuevas órdenes de productos de esta industria (gráfico I.4). Para el presente año se espera que la economía brasileña se contraiga 2,5% anual y crezca 2,8% el próximo año.

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

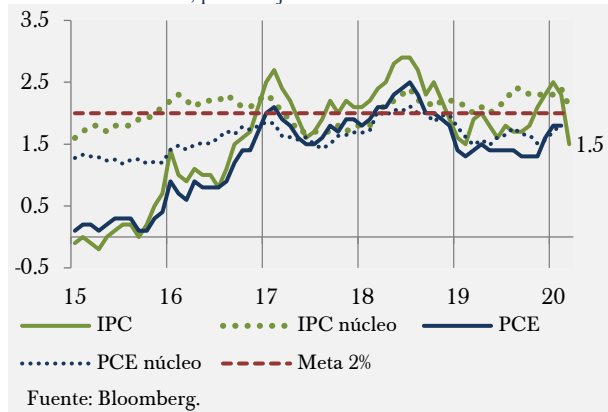


En Argentina, la actividad económica ha continuado contrayéndose. El PIB del cuarto trimestre registró una caída del 1,1% interanual, inferior a la contracción de 1,8% en el trimestre anterior, cerrando así el año 2019 con una variación anual de -2,2%. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina registró una contracción del 1,8% interanual en enero de 2020 (gráfico I.5). El débil desempeño de la economía argentina es explicado por caídas en el sector de construcción; intermediación financiera, agricultura y ganadería. Estas caídas fueron atenuadas por el buen desempeño del sector de energía y agua. La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), continúa mostrando signos de deterioro. En enero de 2020, la producción manufacturera cayó 0,8% interanual, principalmente a consecuencia de la disminución en la producción de automóviles y partes, de muebles y de otros equipos. Con estos datos y teniendo en cuenta el bajo dinamismo de la actividad económica mundial, las perspectivas de crecimiento para este país se han vuelto a revisar a la baja desde el último IPoM, situándose en -5,0% para el 2020 y en 2,0% para el 2021 (tabla I.1).



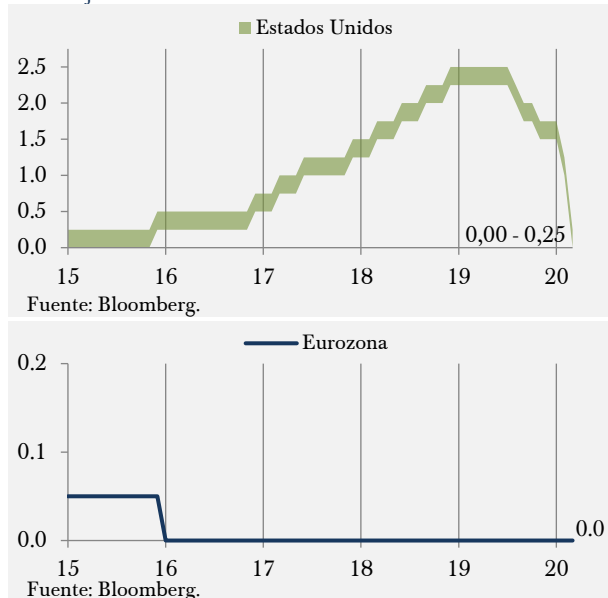
**Gráfico I.6**  
**Inflación en EEUU**

Variación interanual, porcentaje



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

Porcentaje



## Inflación y Política Monetaria

En EE.UU., durante el primer trimestre de 2020 se ha notado un cambio en la trayectoria de la inflación respecto al último IPoM (gráfico I.6). En marzo, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 1,5% en términos interanuales. Esto significó una desaceleración con respecto a los meses anteriores, principalmente por la reducción de ventas minoristas y la drástica caída de los precios del petróleo. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 2,1% interanual. En cuanto a la inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó en febrero 1,8% interanual, al igual que el PCE núcleo. Bajo este contexto, la inflación en EE.UU. muestra importantes signos de moderación, con expectativas de bajas presiones inflacionarias en lo que resta de año (gráfico I.6).

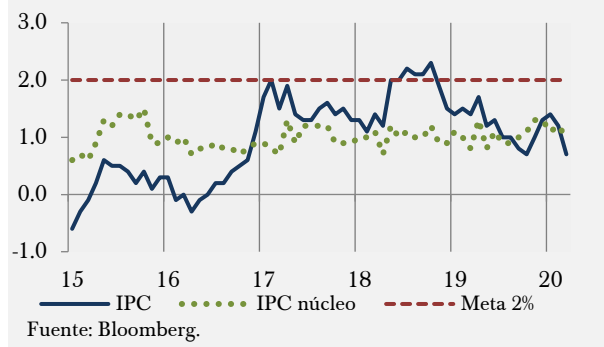
Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ha reducido drásticamente el rango objetivo de la tasa de fondos federales a 0% - 0,25%, dado el abrupto aumento de personas infectadas con el nuevo coronavirus y con el propósito de apoyar al empleo, que ya ha mostrado signos de deterioro. A su vez, esta medida fue acompañada por medidas de política monetaria no convencionales, entre las cuales se destaca la *quantitative easing*<sup>4</sup>. Bajo el panorama económico actual, se espera que la Reserva Federal no realice modificaciones a las tasas de fondos federales hasta el año 2021 (gráfico I.7).

En la Eurozona, la tasa de inflación se ubicó en 0,7% interanual en marzo de 2020, mostrando una trayectoria descendente a lo largo del trimestre. Esta trayectoria es explicada por la reducción de precios del sector energético, por la caída de los precios de petróleo, mientras que el precio de los alimentos continúa aumentando. La inflación núcleo llegó al 1,0%, siguiendo la trayectoria del precio de los servicios. De manera similar a lo reportado en el IPoM anterior, todavía no se nota una convergencia clara de la inflación a la meta (gráfico I.8). Con relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variación a sus tipos de interés aplicables a las

<sup>4</sup> La *quantitative easing*, conocida en español como Flexibilización Cuantitativa, es una medida de política monetaria no convencional en la que un Banco Central compra activos financieros (p. ej.: bonos del tesoro) con el propósito de incrementar la liquidez del mercado financiero. Normalmente esta medida se aplica cuando la tasa de interés de política monetaria se encuentra cercana a cero.

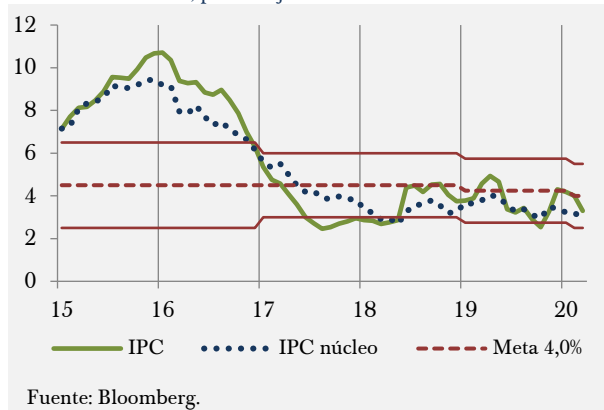
**Gráfico I.8**  
**Inflación en Eurozona**

Variación interanual, porcentaje



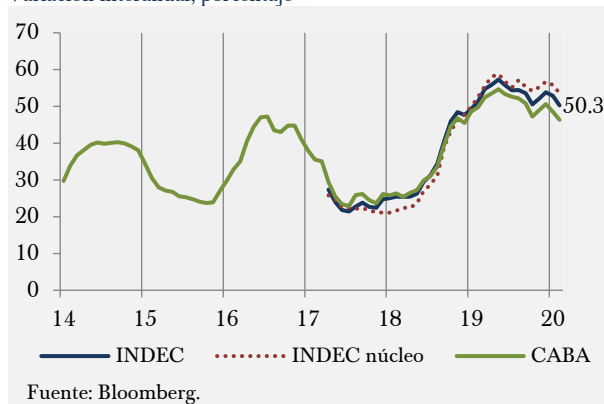
**Gráfico I.9**  
**Inflación en Brasil**

Variación interanual, porcentaje



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

Variación interanual, porcentaje



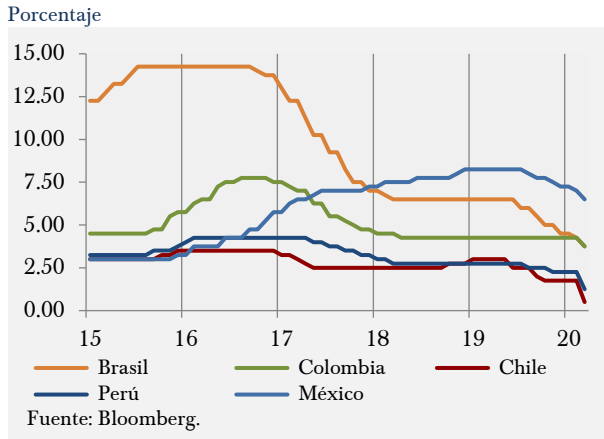
operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0,00%, el 0,25% y el -0,50%, respectivamente (gráfico I.7). Adicionalmente, ha profundizado su programa de compra de activos, tomando medidas no convencionales para poder asegurar la liquidez en todos los países que forman parte de la Eurozona.

En la región, la inflación de Brasil fue 3,3% interanual en marzo de 2020, menor a la registrada el mes anterior 4,0%. Este nivel de inflación se explica por la reducción de los precios del petróleo y las tarifas de transporte. El impacto del coronavirus y la precipitada caída de los precios del crudo han hecho que la inflación mensual registre su aumento más lento desde la implementación del Plan Real<sup>5</sup>. Por otro lado, la inflación núcleo cerró en 2,94% en marzo. El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) redujo la tasa Selic a 4,25% en febrero y a 3,75% en marzo, por las bajas presiones inflacionarias y para apoyar a la actividad económica. Además, cabe destacar que la meta de inflación para 2020 es del 4%, con un límite superior de 5,5% y un límite inferior de 2,5% (gráfico I.9).

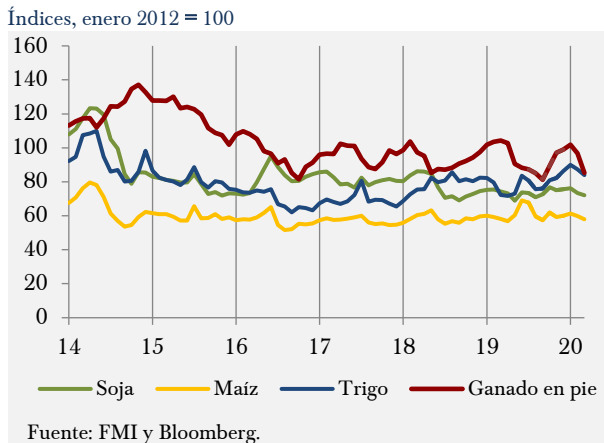
Respecto a Argentina, se nota una moderación de la inflación desde el último IPoM. Esta se situó en 50,3% interanual en febrero de 2020, continuando en niveles altos, pero moderándose respecto al trimestre anterior por la política de precios implementada desde el gobierno, en la cual se establecen precios de referencia y precios máximos de referencia (donde se congela los precios de alimentos, bebidas, artículos de higiene personal y limpieza por 60 días). Asimismo, se sigue observado una depreciación del peso argentino respecto al dólar americano y el resurgimiento de un mercado informal de la moneda norteamericana. Esto se ha dado a consecuencia de los estrictos controles para realizar operaciones que no sean en moneda nacional, dentro del país. Durante el primer trimestre, el gobierno argentino ha avanzado las negociaciones con sus acreedores, proponiendo quitas de capital y reducción de los intereses de la deuda (gráfico I.10). Adicionalmente, el Banco Central de la República Argentina continuó reduciendo el límite inferior de la tasa de interés de Leliq, situándola en 38,0% en marzo de 2020.

<sup>5</sup> El *Plano Real*, o Plan Real en español, fue un programa de estabilización de la economía brasileña implementada en 1994, con el propósito de controlar la hiperinflación en ese país. Con este programa el Real se convirtió en la moneda de Brasil en julio de 1994.

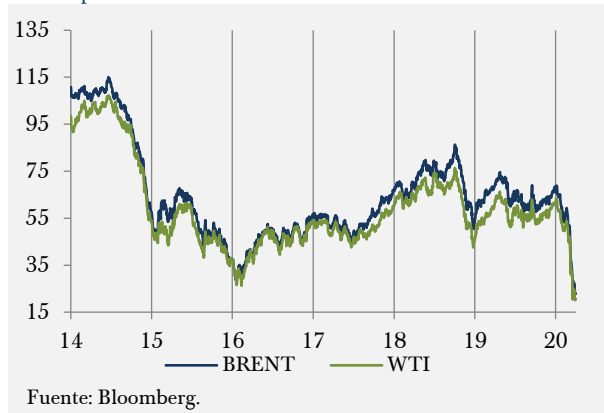
**Gráfico I.11**  
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación



**Gráfico I.12**  
Precios de *commodities*



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



En los demás países de la región, Colombia, Chile, México y Perú, se han reducido las tasas de política monetaria durante el primer trimestre de 2020. Los bancos centrales de la región continúan adoptando una política monetaria más laxa, especialmente desde que empezaron a registrarse los primeros casos de coronavirus en los respectivos países y teniendo en cuenta las bajas presiones inflacionarias, con el propósito de estimular la actividad económica (gráfico I.11).

## Materias primas

Los *commodities* agrícolas se han reducido durante el tercer trimestre del año. El precio de la soja se ha vuelto a caer en Chicago 1,4% respecto al trimestre anterior. En cuanto al maíz, su precio ha registrado una reducción de 16,8% desde el informe anterior, esto se dio a consecuencia de unos buenos niveles de stock de estos cereales en EE. UU. Por último, el precio del ganado en pie se redujo 8,0% en el mercado de Chicago (gráfico I.12). Pese a este escenario, se espera una recuperación para todos los *commodities* agrícolas para el cierre de 2019.

Con respecto al IPoM anterior, los precios internacionales del petróleo han disminuido. Esto a consecuencia de una demanda que continúa débil y pese al ataque a las plantas petroleras en Arabia Saudita. En específico, el precio del petróleo Brent se ha reducido 8,7%, mientras que el de WTI ha disminuido en 7,5% respecto al informe anterior.

## Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años han disminuido en promedio con respecto al IPoM anterior, a consecuencia de las reducciones en las tasas de interés por parte de la Fed y teniendo en consideración que EE.UU. sigue mostrando un panorama económico favorable, en comparación a las demás economías avanzadas (gráfico I.14).

El S&P500 de los Estados Unidos ha aumentado un 1,2% desde el informe previo, debido a expectativas favorables del sector servicios, los niveles de empleo que continúan mostrando un comportamiento robusto y el buen nivel de actividad económica. De la misma manera, el Euro STOXX 50 se encuentra 1,7% por encima del nivel reportado en el informe anterior. Apoyado en el desempeño favorable del

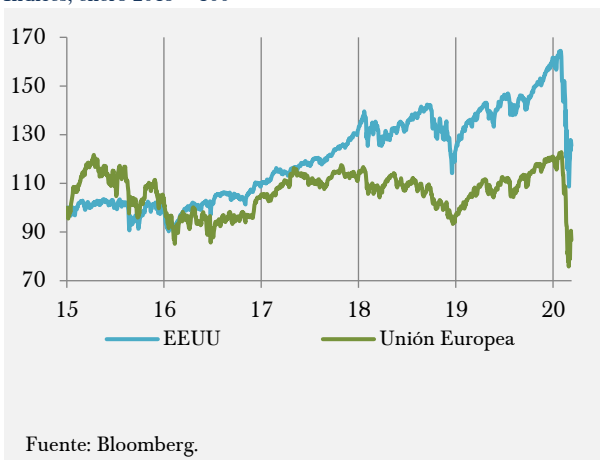
**Gráfico I.14**  
**Rendimientos de los bonos de Estados Unidos**  
Rendimientos (%)



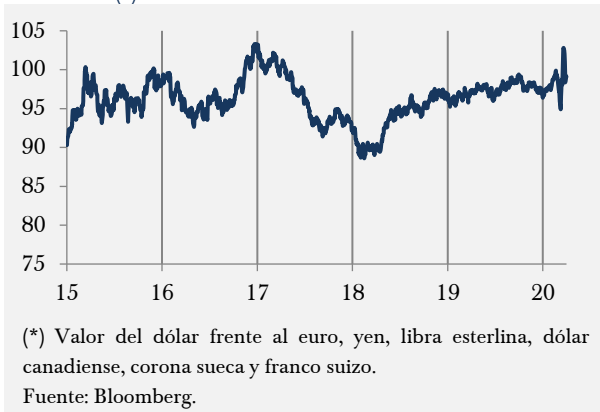
sector servicios y una posición más acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (gráfico I.15).

En comparación con el informe anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se ha apreciado un 3,4%. Esto se ha dado a consecuencia de la depreciación del Euro frente a la moneda norteamericana pese a la reducción de tasas de interés por parte de la Fed (gráfico I.16).

**Gráfico I.15**  
 **Mercados bursátiles internacionales**  
Índices, enero 2015 = 100



**Gráfico I.16**  
 **Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales**  
Índice DXY (\*)

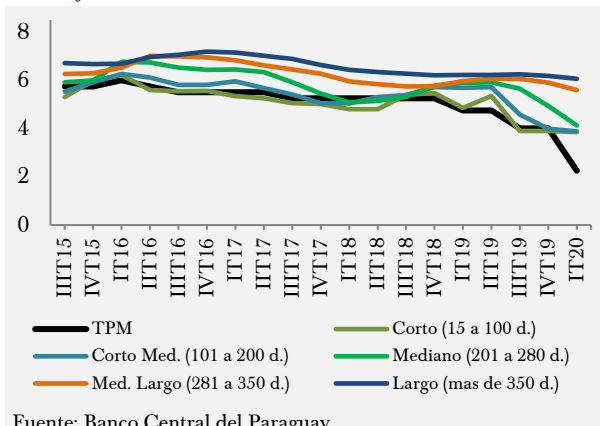


## II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

### Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje

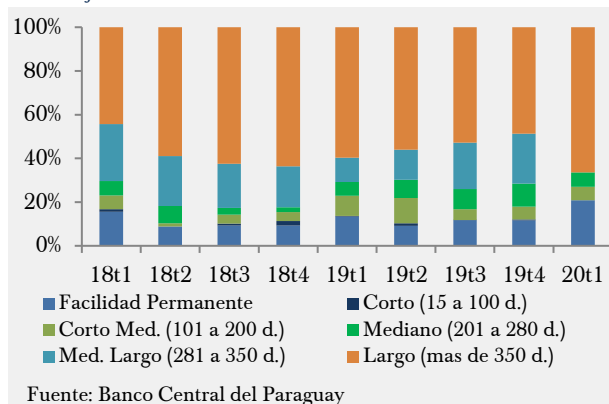


Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.2

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

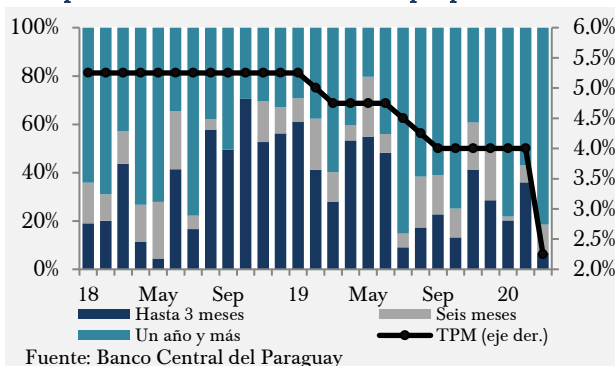
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico II.3

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

## Política Monetaria

A nivel internacional, durante el primer mes del año, se confirmó el acuerdo de Fase Uno entre Estados Unidos y China, el cual brindó un impulso al sector manufacturero de ambos países. Así también, en el plano regional, aunque en Argentina el panorama se mostró complejo (debido principalmente al desafío de la renegociación de su deuda), Brasil, a principios del trimestre, mostró una evolución favorable en sus indicadores de actividad.

Sin embargo, en los meses de febrero y marzo, el brote y la expansión del Covid-19 motivaron un cambio significativo en el panorama económico para la economía global.

En el ámbito local, si bien a inicios del trimestre, los indicadores de actividad y ventas mostraron señales de recuperación, el escenario económico cambió significativamente a partir de marzo con la confirmación de casos de coronavirus y las medidas sanitarias implementadas.

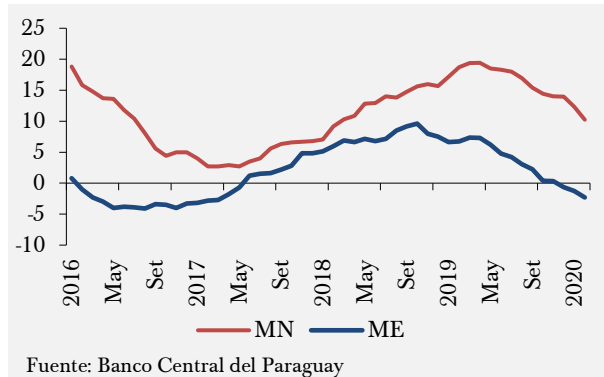
En este contexto, el Comité de Política Monetaria (CPM), decidió reducir la tasa de política monetaria (TPM) en tres ocasiones. Primeramente, como resultado de la reunión ordinaria del mes de marzo, la reducción fue de 4,0% a 3,75%. Seguidamente, en dos reuniones extraordinarias posteriores, la disminución se dio en el orden de 50 y 100 puntos básicos, respectivamente. Es así como la TPM se situó en 2,25% al cierre del primer trimestre del año (gráfico II.1). Por su parte, en el mes de abril, el CPM volvió a reducir la TPM en 100 puntos básicos, ubicándose al cierre de este IPoM en 1,25%.

## Instrumentos de Regulación Monetaria

En el primer trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia la Facilidad Permanente y los títulos de más de 350 días (Largo), en detrimento de los demás plazos. Así, la participación en el primer trimestre de la Facilidad Permanente fue 15,8% y del plazo Largo fue 50,4%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 4,21 p.p. y 1,79 p.p. para la

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

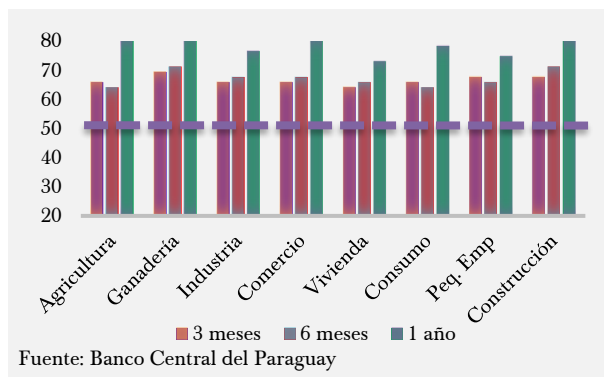
Variación interanual, porcentaje



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



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



Facilidad Permanente y el Largo plazo, respectivamente, con relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2).

Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se incrementó en 4,7% con relación al cuarto trimestre de 2019, explicado por el aumento de la Facilidad Permanente 4,96 p.p. y las colocaciones en títulos del Largo plazo 4,2 p.p. Por su parte, aquellos de Mediano plazo y los Corto-Mediano registraron una incidencia de -5,20 p.p. y -0,93 p.p. respectivamente.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), en el primer trimestre del año se registró mayor apetito por los instrumentos de 1 año y más. Así, en el primer trimestre de 2020 la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 23,3% del total, de 6 meses representó el 5,8% y la de 1 año y más representó el 70,9% (gráfico II.3).

### Condiciones Financieras

Desde el IPoM anterior, los créditos totales han seguido expandiéndose (5,3% interanual), pero a un menor ritmo con relación a los meses previos, explicado por la desaceleración de los préstamos en moneda local y la retracción de los créditos en moneda extranjera.

Así, en febrero de 2020, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 10,2%, inferior a la registrada en octubre pasado (14,4%) y los créditos en moneda extranjera han mostrado una disminución de 2,3% interanual, inferior al aumento del 0,4% observado en octubre de 2019 (gráfico II.4).

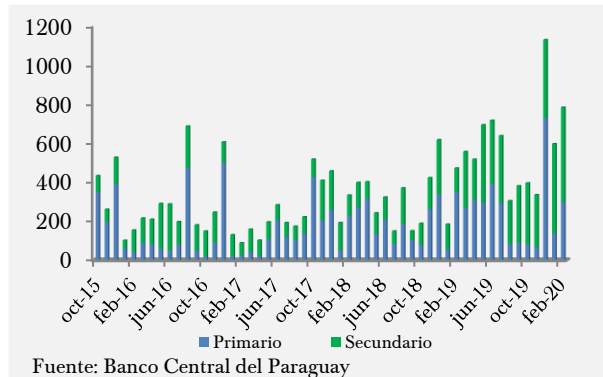
Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito del cuarto trimestre del año 2019, muestran que el 42,9% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos (gráfico II.5). Por su parte, tanto las expectativas para la concesión del crédito como los índices de situación y confianza se ubicaron en la zona de expansión (gráfico II.6).

Los resultados de la Encuesta de Situación del Crédito del cuarto trimestre, si bien han sido favorables, es apropiado mencionar que el escenario económico cambió radicalmente

**Gráfico II.7**

**Volumen negociado en la BVPASA**

En miles de millones de guaraníes



a partir de marzo, lo cual se vería reflejado en la Encuesta del primer trimestre del 2020.

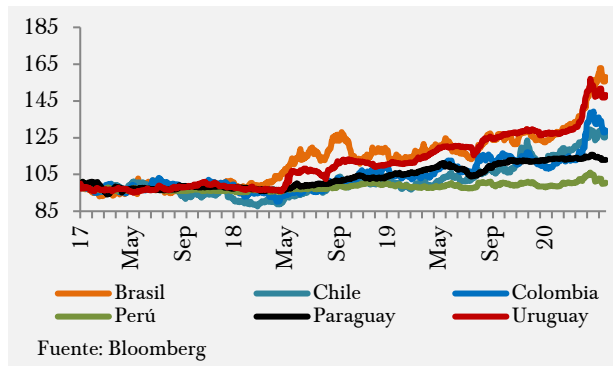
**Mercado bursátil**

Al mes de febrero, el total negociado en la bolsa de valores registró un incremento interanual de 110,2% resultado explicado por el aumento de las operaciones de renta fija (57,8%), de instrumentos de reporto (1102,9%) y de renta variable (408,5%). Por otro lado, del total negociado en los dos primeros meses del año, el 68,3% correspondió a transacciones en el mercado primario y 31,7% al mercado secundario (gráfico II.8).

**Gráfico II.8**

**Tipo de cambio nominal respecto al dólar**

Índice ene-2017=100



Las negociaciones siguen realizándose principalmente sobre títulos de renta fija (70,9% a febrero de 2020). Del total de transacciones en febrero la distribución es la siguiente: bonos corporativos 54,2%, bonos financieros 7,0%, bonos subordinados 21,7%, acciones 1,2%, bonos públicos 15,4%, bonos bursátiles de corto plazo 0,01% y futuros 0,9%.

En febrero, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 8,8% anual, mientras que la tasa en moneda extranjera se ubicó en 6,5% anual.

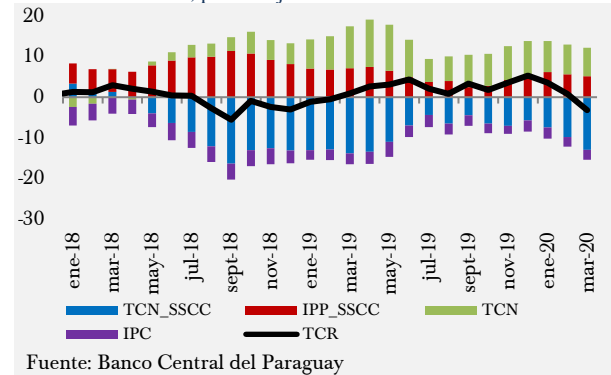
**Tipo de cambio**

En el primer trimestre del año, las monedas de la región que presentaron depreciaciones con relación a las cotizaciones registradas a finales del pasado trimestre fueron el real brasileño (26,05%), el peso colombiano (14,68%), el peso uruguayo (14,64%), el peso chileno (10,67%) y el guaraní (0,79%). En tanto que, el sol peruano se apreció en 0,09%. (gráfico II.10).

**Gráfico II.9**

**Tipo de cambio real multilateral**

Variación interanual, porcentaje



Por otra parte, en marzo de 2019, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se apreció 3,2%, debido principalmente a la mayor depreciación nominal de los socios comerciales, entre ellos Brasil, Chile y Rusia, entre los más relevantes (gráfico II.11).

### III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

**PIB: sectores de oferta**

Variación interanual, porcentaje

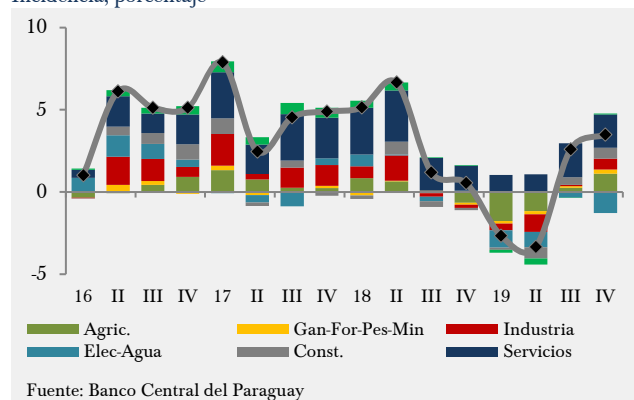
Sectores	Pond. 2018	2018				2019			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura	5,7	7,1	7,3	-1,2	-9,2	-14,6	-13,2	4,3	17,5
Ganadería, forestal, pesca y minería	3,4	-6,6	1,4	2,2	-4,4	-5,4	-6,1	3,1	9,2
Industria	19,9	3,8	8,1	-1,0	-1,0	-2,2	-5,6	0,4	3,4
Electricidad y agua	7,5	8,6	0,6	-3,6	1,0	-11,9	-12,0	-4,6	-15,2
Construcción	6,4	-3,3	13,4	-5,1	-2,3	-2,4	-11,2	7,2	11,3
Servicios	49,2	6,5	6,6	4,2	3,1	2,3	2,3	4,2	4,1
Impuestos a los productos	8,0	6,0	6,4	0,5	0,5	-2,4	-4,8	-0,3	0,7
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>
PIB sin Agric. y sin Bin.	89,2	4,7	7,2	1,8	1,5	0,4	-1,7	3,1	4,3

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

**PIB: Sectores de Oferta**

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.2

**PIB: componentes de demanda**

Variación interanual, porcentaje

Componentes	Pond. 2018	2018				2019			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Consumo total	77,9	7,1	4,5	2,4	2,8	0,4	1,1	3,2	2,7
Consumo hogares	67,0	7,1	4,8	2,2	3,3	-0,2	0,4	2,8	2,2
Consumo gobierno	10,9	6,8	2,5	3,4	0,4	4,3	5,7	5,3	5,0
FBK	22,0	13,5	4,5	45,4	-4,6	-7,4	-19,4	2,2	15,8
FBKF*	20,4	5,3	14,8	3,3	5,0	-7,4	-16,1	-3,7	0,7
Exportaciones	37,0	-1,3	21,2	-12,7	4,8	-3,8	-4,0	0,9	-4,6
Importaciones	36,9	8,5	14,7	6,2	7,0	-0,6	-5,2	1,8	0,2
<b>PIB Total</b>	<b>100</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>

\*Representa el 65% de la FBK

Fuente: Banco Central del Paraguay

#### Actividad y demanda

En el cuarto trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 3,5% (2,6% en el trimestre anterior). Por el lado de la oferta, este resultado fue explicado por el desempeño favorable de los servicios, la agricultura, la construcción y, en menor medida, por la industria. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia fueron el consumo de gobierno y el consumo de los hogares. Con este resultado, la tasa de variación acumulada para el 2019 fue de 0,0%.

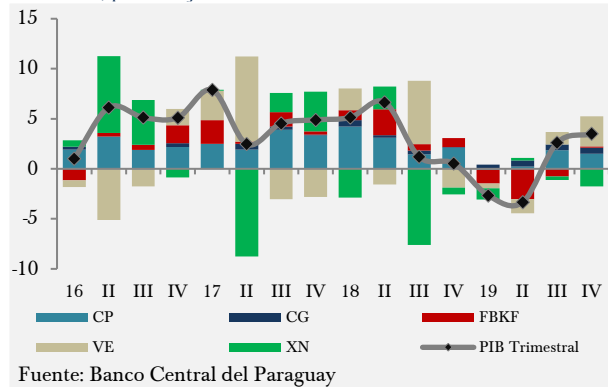
El sector de los servicios continuó mostrando un desempeño favorable. En el cuarto trimestre, el sector creció 4,1% en términos interanuales. Este desempeño fue sostenido por los resultados positivos observados en los servicios gubernamentales, los servicios a los hogares, las telecomunicaciones y el transporte. Asimismo, otras actividades que han registrado un buen desempeño fueron la intermediación financiera, el comercio, los servicios a las empresas y hoteles y restaurantes. De esta forma, el sector cerró el 2019 con un crecimiento acumulado de 3,2%.

Por su parte, el sector agrícola presentó un crecimiento de 17,5% con respecto al mismo trimestre del año 2018 (según los últimos registros oficiales del MAG), explicado fundamentalmente por los mejores niveles de producción de soja en la campaña 2019/2020, acompañado de los resultados positivos registrados en otros rubros agrícolas como maíz, arroz, sésamo, poroto y canola. No obstante, estos resultados han sido parcialmente atenuados por las variaciones desfavorables registradas en la producción de caña de azúcar y trigo (tabla III.1). Finalmente, este sector acumuló una variación de -4,9% en el 2019.

El sector de la construcción presentó un crecimiento de 11,3% en el cuarto trimestre de 2019. El desempeño de la actividad estuvo explicado por el mayor dinamismo observado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. Las mejores condiciones climáticas también coadyuvaron al desempeño más dinámico de este sector durante el cuarto trimestre. El sector acumula un crecimiento de 1,1% en el 2019.

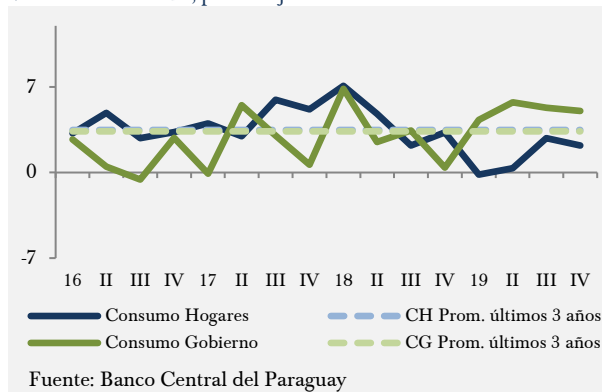


**Gráfico III.2**  
**PIB: Componentes de Demanda**  
Incidencia, porcentaje



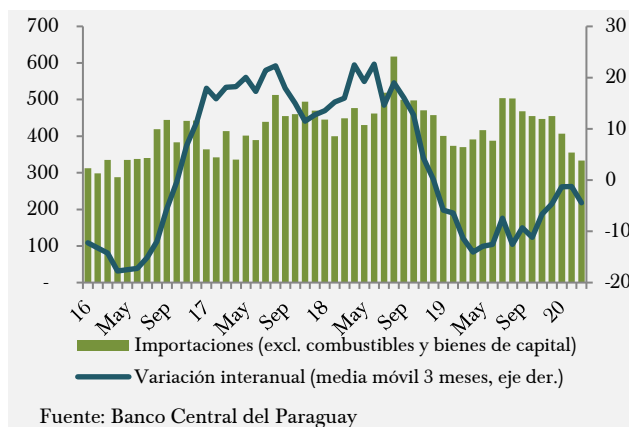
La actividad manufacturera presentó un crecimiento interanual de 3,4%, explicada principalmente por el mejor desempeño de la producción de químico-farmacéuticos, producción de carne, bebidas y tabaco, papel y productos de papel, lácteos, minerales no metálicos, metales comunes, maquinarias y equipos. No obstante, se observaron resultados negativos en la producción de aceites, madera, textiles y prendas de vestir. De esta manera, el sector cerró el 2019 con una variación acumulada de -1,0%.

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



El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó una variación interanual positiva de 9,2% en el cuarto trimestre. Este resultado está explicado principalmente por el mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, aves de corral y producción de otros productos pecuarios. Además, se han observado resultados favorables en minería, en línea con la mayor dinámica verificada en las construcciones. Este sector ha acumulado una variación de 0,1% en el 2019.

**Gráfico III.4**  
**Importaciones para consumo interno**  
Millones de dólares, variación interanual (porcentaje)



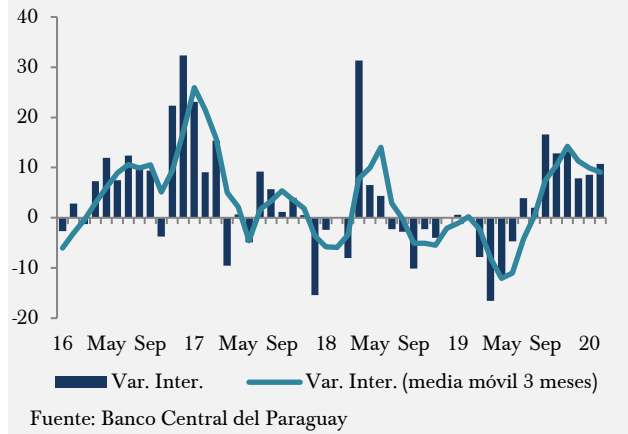
Por otra parte, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de -15,2%. El débil desempeño del trimestre sigue siendo explicado por la menor producción de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido al menor caudal del río Paraná. No obstante, la distribución de electricidad registró un crecimiento al compararla con el mismo trimestre del 2018. La variación acumulada del sector cerró en -11,2% en el 2019.

Desde la perspectiva del gasto, en el cuarto trimestre de 2019 el crecimiento del PIB fue explicado por la demanda interna (incremento interanual de 5,3%). Entre los principales componentes de la demanda interna, se ha destacado el aumento interanual de 2,7% del consumo total.

Al desagregar el consumo total, ambos sub-componentes han registrado variaciones positivas. El consumo privado ha verificado un incremento interanual de 2,2%, acumulando un crecimiento de 1,3% en el 2019. El consumo de los hogares fue impulsado por los gastos en servicios como salud, educación, recreación, telecomunicaciones, hoteles y restaurantes y por los gastos en bienes no durables, como compras de alimentos y combustibles. Por su parte, el consumo público también ha verificado un crecimiento de 5,0% en términos interanuales, mostrando este comportamiento positivo por décimo primer trimestre consecutivo y acumulando un crecimiento de 5,1% al cierre de 2019.

**Gráfico III.5**  
**Indicador del sector construcción**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha registrado una variación de 0,7% con respecto al mismo trimestre de 2018. Este desempeño ha estado influenciado, principalmente, por el aumento de las construcciones. Sin embargo, la menor inversión en maquinarias y equipo atenuó el crecimiento de la FBKF.

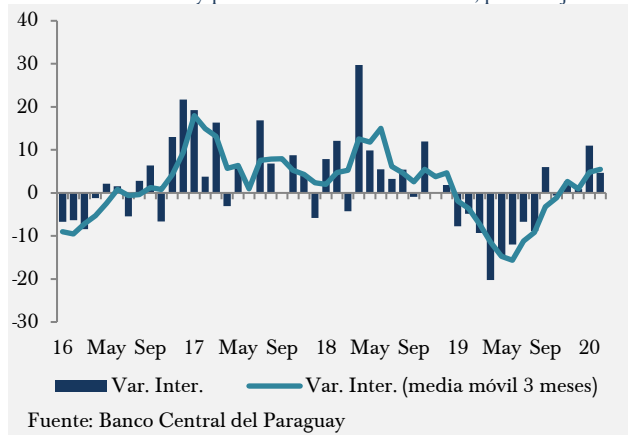
Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios han presentado una disminución interanual de 4,6%, mientras que las importaciones de bienes y servicios han registrado un leve incremento de 0,2% al compararlas con los niveles del mismo trimestre del 2018.

De esta manera, la demanda interna fue el componente que más efecto tuvo en el crecimiento interanual del PIB del cuarto trimestre del 2019, con una incidencia de 5,3 puntos porcentuales (p.p.), principalmente debido al consumo total, que ha registrado una incidencia positiva de 2,1 p.p. y a la formación bruta de capital, que incidió positivamente en 3,1 p.p. Sin embargo, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa de -1,8 p.p. en la variación del PIB.

Finalmente, conforme a los indicadores de corto plazo, la buena dinámica de la actividad económica se siguió observando hasta el mes de febrero. Sin embargo, se espera un efecto negativo importante por la pandemia del Covid-19, ya que varias actividades económicas han sido total o parcialmente suspendidas por el aislamiento social establecido por el Gobierno Nacional, como mecanismo para reducir la velocidad de contagio.

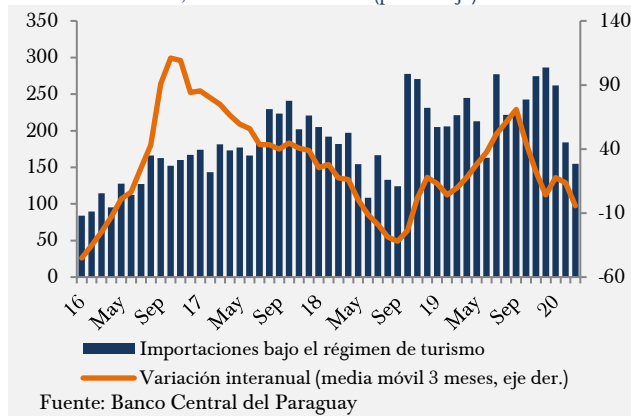
**Gráfico III.6**  
**Indicador de la inversión total**

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



**Gráfico III.7**  
**Importaciones bajo el régimen de turismo**

Millones de dólares, variación interanual (porcentaje)



### Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

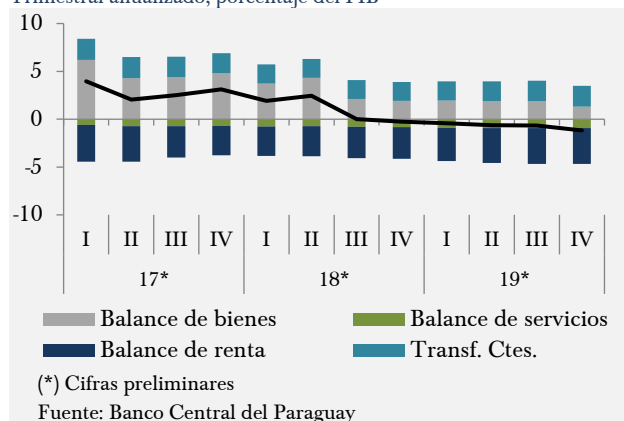


Tabla III.3

### Cuenta Corriente

	2018*	2019*	2020 (f)
<b>Cuenta Corriente (mill. de USD)</b>	<b>-70,6</b>	<b>-446,9</b>	<b>266,9</b>
Balanza Comercial	813,1	445,1	1.051,3
Exportaciones	13.730,6	12.696,1	11.865,4
Importaciones	-12.917,5	-12.251,0	-10.814,1
Servicios	-333,6	-324,6	-253,1
Renta	-1.351,6	-1.360,5	-1.280,5
Transferencia Corriente	801,5	793,0	749,3
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>

(\*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

### Cuenta Corriente

La cuenta corriente para el año 2019 cerró con un saldo de USD -446,9 millones (-1,2%) del PIB, menor a la estimación anterior de USD -597,5 millones (-1,5 % del PIB). El resultado del año se explicó principalmente por el déficit en las rentas netas (pagos de servicio de la deuda por parte de las entidades binacionales, las remesas y los pagos de dividendos por parte de las empresas de propiedad de extranjeros), así como una balanza comercial con un superávit menos favorable al cierre del 2019, comparada con el cierre del año anterior.

Respecto al 2020, teniendo como base la evolución de los datos más recientes y dado el contexto nacional y mundial, afectado por la propagación del COVID-19, el panorama para el año muestra cambios respecto al estimado anteriormente en el IPoM de diciembre 2019.

En ese sentido, se han realizado revisiones para los componentes de la cuenta corriente, donde se estiman caídas tanto en las exportaciones como en las importaciones, pero en una magnitud mayor en esta última.

Con relación a los envíos de los principales productos (soja, carne y energía), si bien se espera una dinámica similar a la prevista en el informe anterior, la estimación de las reexportaciones fue corregida a la baja de manera importante, teniendo en cuenta el impacto del cierre de las fronteras por la pandemia del Covid-19. Además, incidirá de manera negativa el menor dinamismo de la actividad económica de los países vecinos y la depreciación importante de sus monedas frente al dólar estadounidense.

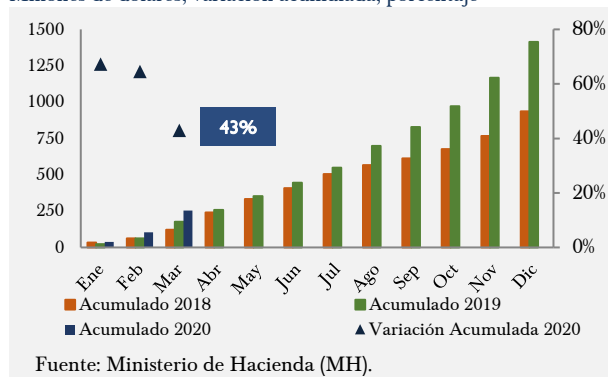
Por otro lado, se espera una reducción importante de las importaciones, principalmente de aquellos productos que ingresan bajo el régimen de turismo (que se destinan a las reexportaciones). Además, dado el debilitamiento de la actividad económica y de la demanda interna, también se observaría una contracción de las importaciones de bienes que no sean de carácter esencial (vehículos, ropas, etc.), como así también de los combustibles, que adicionalmente serían afectados por la caída significativa de los precios del petróleo. Este comportamiento se vería atenuado por un aumento de bienes de consumo, ligados a alimentos y artículos de limpieza; así como los relacionados al sector salud, por los gastos planeados por el Gobierno para esta área, lo que implicaría una mayor demanda de insumos para este sector

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

	Marzo 2019	Marzo 2020	Variación (%)
<b>Ingreso total recaudado</b>	<b>7.869</b>	<b>7.658</b>	<b>-2,7%</b>
Ingresos tributarios	5.240	5.347	2,0%
Otros ingresos	2.628	2.310	-12,1%
<b>Gasto total obligado</b>	<b>7.704</b>	<b>8.336</b>	<b>8,2%</b>
Remuneración a los empleados	3.604	3.938	9,3%
Uso de bienes y servicios	777	858	10,5%
Prestaciones sociales	1.279	1.462	14,3%
Otros gastos	2.044	2.078	1,6%
<b>Adquisición neta de activos no financieros</b>	<b>887</b>	<b>1.269</b>	<b>43,0%</b>
<b>Balance operativo</b>	<b>165</b>	<b>-678</b>	
<b>Préstamo neto/endeudamiento neto</b>	<b>-723</b>	<b>-1.947</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 (MH).

que no son producidos en la economía local, como productos médicos y de capital (aparatos para el equipamiento de los hospitales).

Las nuevas estimaciones dan cuenta de una reducción de las exportaciones (en valores) en el orden del 6,5%, y una caída de las importaciones (en valores) en torno al 11,7%. Con este escenario, la cuenta corriente para el año 2020 cerraría con un superávit del orden de USD 267 millones (0,7% del PIB).

## Finanzas públicas

El ingreso total recaudado a marzo ascendió a 7,6 billones de guaraníes, lo que equivale a una disminución acumulada del 2,7% comparado con el acumulado en el mismo periodo del año anterior.

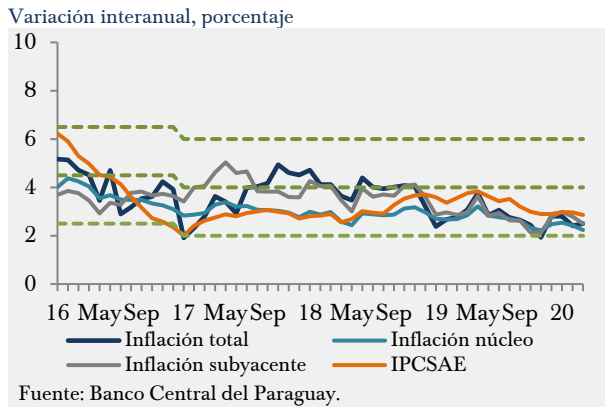
Este resultado se debe a una disminución de la cuenta Otros Ingresos en 12,1% (incluyen entre otros a los ingresos provenientes de las regalías y compensaciones de Itaipú y Yacyretá y otras rentas de la propiedad), teniendo en cuenta el aumento de los ingresos tributarios en 2,0% (Tabla III.4). En el contexto del Covid-19 y los efectos económicos asociados a las medidas de distanciamiento social, se ha observado el impacto negativo en las recaudaciones tributarias de marzo al compararla con la registrada doce meses atrás (-7,0%).

El gasto total obligado al primer trimestre totalizó 8,3 billones de guaraníes, lo que representa un incremento de 8,2% respecto al acumulado a marzo de 2019. En el mes de marzo, los gastos fueron priorizados y redireccionados, especialmente al sector salud, para atender los efectos económicos de la pandemia.

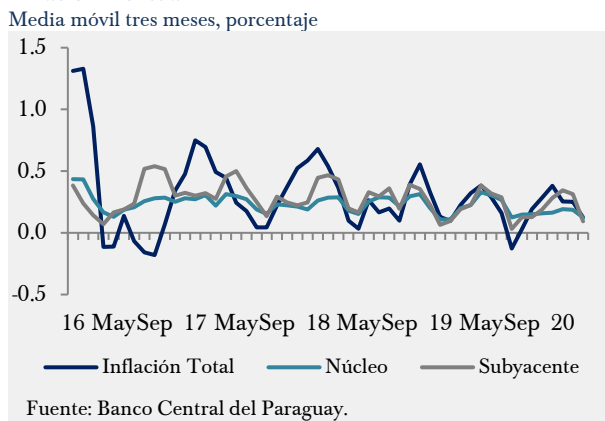
La adquisición neta de activos no financieros acumulada a marzo de este año y que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras registró un incremento del 43,0% con respecto al acumulado a marzo del 2019 (gráfico III.10),

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit (Préstamo o Endeudamiento neto) de 1,95 billones de guaraníes al mes de marzo (0,8% del PIB), que en términos anualizados se sitúa en 3,1% del PIB.

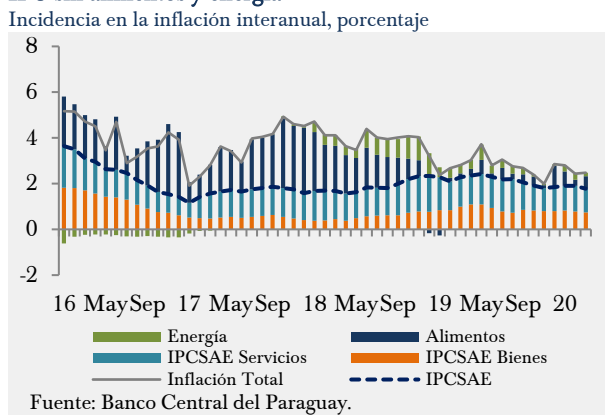
**Gráfico III.10**  
**Indicadores de inflación**



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



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



## Evolución de los precios

Desde el último IPoM, las perspectivas y presiones inflacionarias han ido cambiando debido a los efectos generados por el brote y propagación del Covid-19 tanto a nivel internacional como local. Durante el primer trimestre del año 2020, la inflación total y las medidas subyacentes han aumentado levemente, en especial por los cambios observados en los dos primeros meses del año, en línea con las perspectivas apuntadas en el IPoM anterior. En el tercer mes, el comportamiento de los precios se vio afectado, por un lado, por un aumento en las denominaciones de los rubros alimenticios perecederos de la canasta –sobre todo aquellos de origen importado– y por los bienes y servicios relacionados a la educación, aumentos que fueron mitigados por las disminuciones de precios de otros bienes alimenticios y por la de los bienes derivados del petróleo.

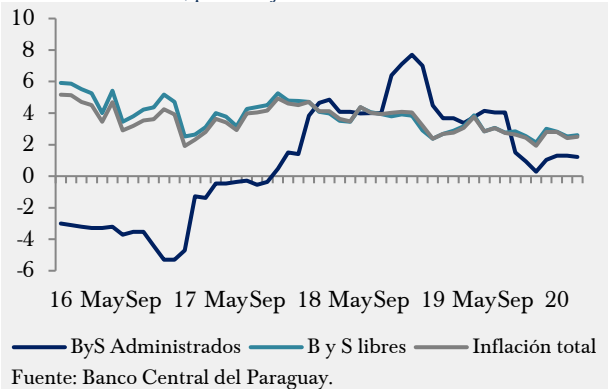
En el primer trimestre del año 2020, la inflación interanual se ubicó en 2,5%, inferior a la tasa observada en diciembre de 2019 (2,8%). El promedio entre enero y marzo del corriente se situó en 2,6%, por encima del 2,4% verificado en el cuarto trimestre del 2019, pero similar al promedio de 2,6% observado en el primer trimestre del año pasado.

Por su parte, durante los meses de enero-marzo del 2020, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron tasas interanuales de 2,8% y 2,9%, respectivamente, superiores a las verificadas en el último trimestre del 2019 (2,3% y 2,6%, respectivamente). Asimismo, la inflación núcleo interanual aumentó de 2,3% en el último trimestre del 2019 a 2,4% en el primer trimestre del 2020 (gráfico III.10).

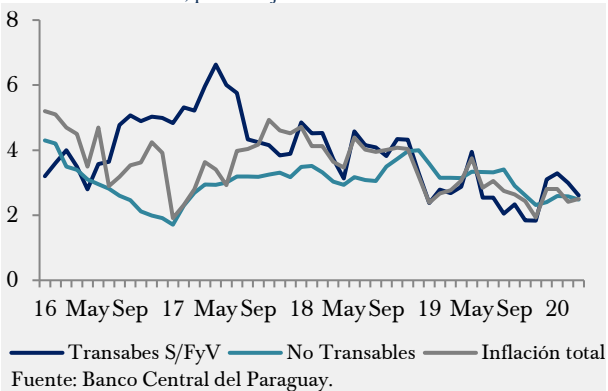
En términos mensuales, la inflación total promedió, durante los meses de enero y marzo del 2020, una tasa del 0,1%, la cual es inferior a las registradas durante el cuarto y el primer trimestre del año anterior (0,4% y 0,2%, respectivamente). Por su parte, la inflación núcleo y la subyacente promediaron, ambas, una tasa del 0,1% en el periodo de referencia (gráfico III.11).

El IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), en el primer periodo del año (enero - marzo) promedió una tasa de variación interanual de 2,9%, similar al promedio registrado en el último IPoM (2,9%). El IPCSAE servicios registró una

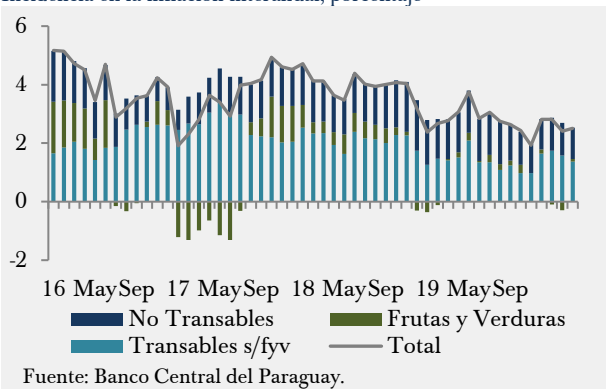
**Gráfico III.13**  
**Inflación de bienes y servicios administrados**  
Variación interanual, porcentaje



**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



**Gráfico III.16**

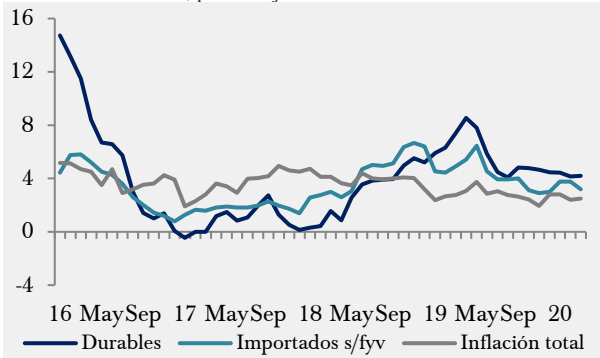
tasa interanual promedio del 2,9%, levemente por encima de la tasa verificada durante el cuarto trimestre del año anterior (2,8%). El resultado del periodo de referencia está explicado por los aumentos en los servicios de educación y los servicios tarifados –ajustados típicamente a inicios de cada año–, los cuales fueron atenuados por las reducciones en los precios de hotelería y turismo –rubros afectados por el fin de temporada estival, así como por el menor flujo de personas debido a las medidas de distanciamiento social implementadas a principios del mes de marzo del corriente año – (gráfico III.11) (gráfico III.11).

Por otro lado, el IPCSAE bienes promedió una tasa de variación de 3,1% entre enero y marzo, similar a la variación promedio interanual observada entre octubre y diciembre de 2019 (3,1%). Este resultado se explica por los aumentos verificados en los útiles y prendas de vestir escolares, así como en los rubros afectados por la apreciación del dólar estadounidense como automóviles, equipos informáticos y de telecomunicaciones; incrementos que estuvieron atenuados por las disminuciones en los precios del cemento y otros materiales para la reparación del hogar. La reducción en los precios del cemento se debe, por un lado, a la regularización de los mismos tras los aumentos de noviembre-diciembre, debido a la dificultad para el transporte de materia prima como consecuencia de las condiciones hidrológicas del Río Paraguay verificada en aquel periodo y, por el otro, a una menor demanda verificada sobre todo en el mes de marzo como consecuencia de las medidas de mitigación y prevención del Covid-19 implementadas (gráfico III.12).

La agrupación de alimentos, por su parte, registró una tasa de variación interanual promedio de 1,8% durante el primer trimestre del 2020, levemente por debajo del 1,9% registrado durante el último trimestre del año anterior. Entre los bienes alimenticios que registraron reducciones de precios durante el último periodo se destaca la carne vacuna, cuyo valor decreció como consecuencia del aumento de la oferta interna debido a un menor dinamismo de las exportaciones, acompañado por una disminución en los precios internacionales. Por otro lado, se incrementaron los precios de las frutas, hortalizas y legumbres, como consecuencia de una mayor dificultad logística para la importación de ciertos productos en el marco de las medidas sanitarias en contra del Covid-19 adoptadas por nuestro país y la región (gráfico III.12).

### Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras

Variación interanual, porcentaje

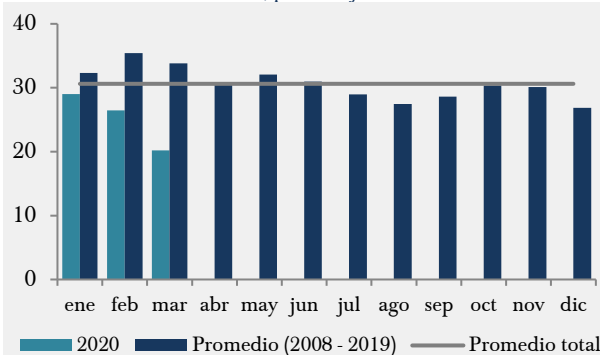


Fuente: Banco Central del Paraguay.

### Gráfico III.17

#### Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)

Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

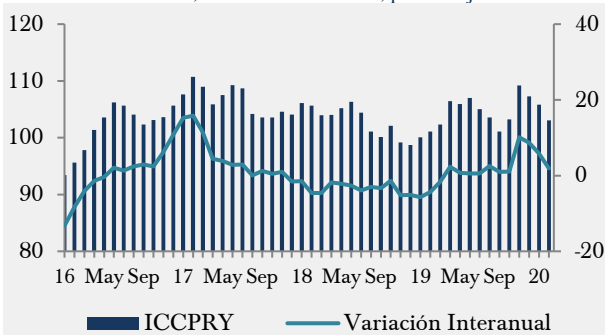


Fuente: Banco Central del Paraguay.

### Gráfico III.18

#### Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (\*)

Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



(\*) Calculado a partir de los precios en dólares

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Los bienes y servicios administrados, en cambio, registraron una variación interanual promedio de 1,3%, por encima del 0,7% observado en el cuarto trimestre del año 2019, mientras que, los bienes libres registraron para el mismo periodo una tasa interanual promedio de 2,6% (2,6% en el cuarto trimestre del 2019). Entre los bienes administrados que sufrieron reajustes de precios se destacan aquellos fijados por los órganos de gobierno local, como la habilitación vehicular, registro de conductor, transporte público interno de municipios y recolección de basura (gráfico III.13).

Los bienes transables verificaron una inflación interanual promedio de 2,6% en el primer trimestre del 2020, tasa mayor al 2,4% observado en el trimestre anterior. De la misma manera, los bienes y servicios no transables pasaron de una tasa interanual promedio del 2,4% en el cuarto trimestre del año pasado a una tasa del 2,6% en el trimestre actual. En el segmento de los bienes y servicios no transables, se destacan los incrementos ya mencionados en los servicios tarifados y de educación, así como algunos servicios de salud y de reparación y mantenimiento del hogar (gráfico III.14) (gráfico III.15).

En el trimestre enero-marzo, los bienes duraderos experimentaron una variación del 4,3%, por debajo del 4,6% registrado en el trimestre anterior. Esto se explica por el descenso observado en los precios de los muebles y electrodomésticos para el hogar durante el periodo de referencia. En cuanto a los bienes duraderos de origen importado, los mismos registraron variaciones en línea con la depreciación del tipo de cambio observada durante el periodo, en especial durante el tercer mes del mismo. No obstante, el efecto base originado por la depreciación verificada a lo largo de todo el primer trimestre del año anterior hizo que, en términos interanuales, los mismos presenten una desaceleración. (gráfico III.16).

Con respecto a los bienes derivados del petróleo durante el primer trimestre, la disminución que ha tenido la cotización del crudo en el periodo de referencia ocasionó una reducción de los precios de los combustibles comercializados en el mercado doméstico, apuntándose bajas en los precios de las naftas y el gasoil.

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 25,2%, superior al promedio

observado entre octubre y diciembre 2019 de 23,8%, aunque inferior al promedio histórico del periodo, que fue del 33,8% (gráfico III.17).

Con relación al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), que resume la evolución de los precios internacionales (en dólares) de las materias primas más relevantes para la inflación doméstica, el mismo registró entre enero y febrero, en términos mensuales, una variación promedio de -2,0%, inferior al 2,0% observado en el cuarto trimestre del año anterior. Este decrecimiento está explicado por el descenso en los precios internacionales del maíz, trigo, carne, petróleo y gas en el último periodo. En cuanto a la variación interanual del índice, la misma fue del 3,8% entre enero y febrero del corriente, inferior al 6,6% observado en promedio durante el último trimestre del 2019 (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de abril, se ubican en 3,5% para el cierre del año 2020. Asimismo, tanto para los próximos 12 meses como para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los agentes estiman una inflación anual del 4%, coincidente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.



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

Tabla IV.1

### Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

### Escenario base de proyección

Desde el IPoM de diciembre, los pronósticos de crecimiento económico global para el 2020 se han revertido, principalmente dadas las repercusiones de la pandemia de COVID-19, que ha implicado el paro de actividades a nivel mundial. Ello se ha reflejado en revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento, con caídas tanto en economías avanzadas como en economías emergentes y en desarrollo.

La perspectiva de crecimiento económico mundial prevista para 2020 se ubica en -1,5% anual, disminuyendo en 4,6 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a la proyección para el 2021, la misma se ubica en 3,6% anual.

En Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento del PIB para 2020 se revirtieron desde el último IPoM, pasando de 1,8% a -3,5%. En el año 2021 se espera una recuperación en la economía norteamericana, con una tasa de variación anual del 3,8%.

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2020 se redujo 6,3 p.p., situándose en -5,3%, y para el próximo año se proyecta un crecimiento del PIB del 4,5% anual. En China, la estimación de crecimiento para el año corriente fue revisada a la baja, pasando de 5,9% a 2,0% anual, mientras que para el 2021 se prevé una tasa de crecimiento del 8,0%.

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 diciembre fueron modificadas. Para Brasil, se estima una contracción del PIB del 2,5% en 2020, revirtiéndose respecto al último informe donde se esperaba un crecimiento del 2,1%. Sin embargo, para 2021 se espera una expansión de la economía brasileña del 2,8% anual. Por su parte, para Argentina se prevé una mayor caída en 2020 en relación con el informe anterior, estimada en -5,0% (-1,7% en IPoM de diciembre). De esta manera, las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del

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

	2019	2020(f)	2020(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-3,6</b>	<b>6,4</b>	<b>0,7</b>
Agricultura	-4,9	8,5	0,7
Ganadería	1,3	1,5	0,0
Forestal, Pesca y Minería	-2,6	0,0	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>-3,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>
Manufactura	-1,0	-0,5	-0,1
Construcción	1,1	0,0	0,0
Electricidad y Agua	-11,2	-2,5	-0,2
<b>Sector Terciario</b>	<b>3,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,6</b>
Gobierno General	5,1	5,0	0,5
Comercio	-0,4	-2,4	-0,3
Otros Servicios <sup>6</sup>	4,0	-9,4	-2,8
Impuestos	-1,7	-5,0	-0,4
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>
<b>PIB sin agricultura, ni binacionales</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,5</b>	

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay  
(f) Proyección

Mercosur se redujeron para 2020, situándose en -3,6%, por debajo del 0,4% esperado a fines de 2019, mientras que, en 2021 se estima un crecimiento del PIB de los socios del Mercosur de 2,4% interanual.

Las estimaciones de crecimiento económico para los socios comerciales de Paraguay también se ubican por debajo de las previstas en el IPoM anterior. Para 2020 las previsiones de crecimiento pasaron de 1,1% anual a -2,9% y para 2021 se ubican en 2,7% 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 de 0,8% para este año (1 p.p. menos que en el informe anterior) y de 1,8% para 2021. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) para 2020 y 2021, se situaría en 1,3% y 1,4%, respectivamente.

En la Eurozona, la inflación anual prevista para 2020 y para 2021 es de 0,4% y 1,3%, respectivamente, mientras que en el IPoM de diciembre se esperaba una tasa de 1,2% para ambos periodos.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2020 y 2021. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 43,4%, por encima del 40,9% reportado en el IPoM anterior, mientras que en el próximo año se moderaría a 37,1% anual. Para Brasil se espera una inflación del 2,7% para 2020, menor al 3,7% anticipado en el último informe y para 2021 se proyecta una inflación de 3,5%.

Por otra parte, el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 0,2% anual en 2020, por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre (1,5%). Para 2021, el rendimiento promedio se situaría en 1,3% anual. A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 0,9% para 2020, menor al 2,0% reportado en el informe anterior. Para el año 2021, se espera que el rendimiento promedio de estos bonos se encuentre en torno a 1,3% anual.

<sup>6</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	2,2	3,7	
Inflación IPC diciembre (**)	2,8	2,4	3,7	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,3	1,9	3,7	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,8	2,0	3,7	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

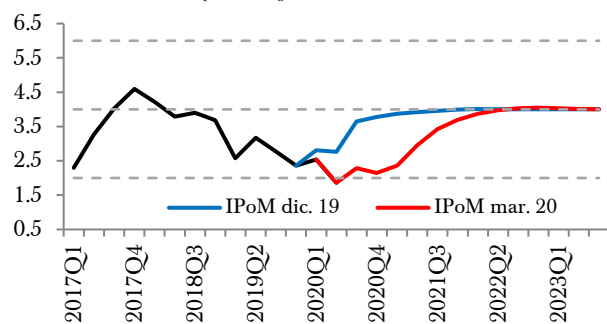
(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(\*\*\*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2022

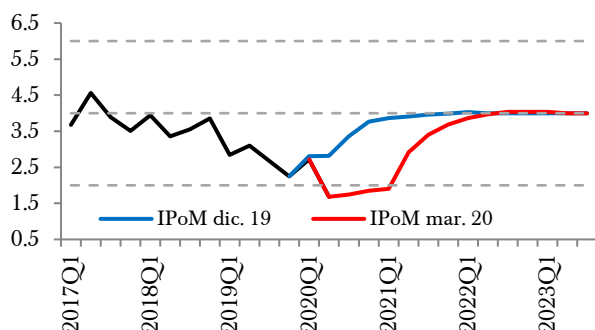
Fuente: Banco Central del Paraguay

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

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



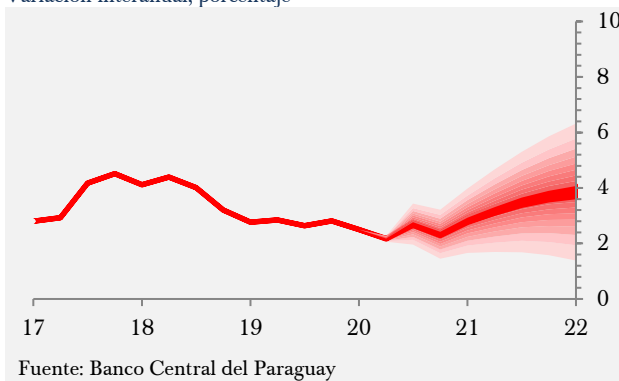
Fuente: Banco Central del Paraguay

El escenario base del producto revela una significativa revisión a la baja, de 4,1% (IPoM diciembre) a -2,5%. El supuesto clave en la evolución de la actividad económica está en línea con lo que han asumido varios países de la región y el mundo. Así, considerando que la determinación de las medidas de aislamiento social adoptadas por las autoridades nacionales se dio prácticamente a inicios de la segunda quincena de marzo, se asume una contracción importante de la economía en el segundo trimestre, producto del cese de la mayoría de las actividades económicas. Además, el escenario contempla una recuperación gradual a partir del tercer trimestre, en la medida que se observen resultados favorables de las diferentes medidas expansivas de política monetaria y de los estímulos fiscales y, sobre todo, considerando que la situación sanitaria se mantenga controlada. También se espera que el sistema financiero funcione con mayor fluidez por la flexibilización de las exigencias normativas y el fortalecimiento del fondo de garantía estatal.

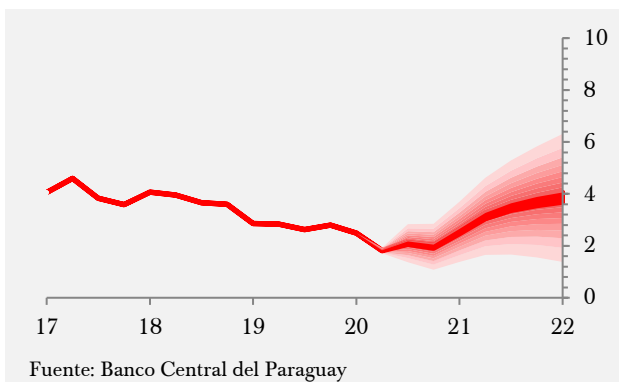
Por el lado de la oferta, el sector primario recoge una mejora en la proyección respecto de la estimación previa, ya que se espera un mejor desempeño del sector agrícola (soja) y de la ganadería. Sin embargo, el sector secundario y, especialmente el terciario, se ven fuertemente afectados por la pandemia del Covid-19 y las medidas de contención social. En el primero, las manufacturas y las construcciones sufrirán una contracción, a la que se suma también la caída en la producción de electricidad de las binacionales por el menor nivel del río Paraná. En el sector servicios, se prevé un impacto significativo sobre el desempeño de hoteles y restaurantes, comercio, transportes, servicios a las empresas y a los hogares, mientras que gobierno general y telecomunicaciones mantendrán una buena dinámica.

Desde el enfoque del gasto, la demanda interna será el componente más afectado, sobre todo el consumo privado, que tendrá una contracción de 6,6%. Este comportamiento contempla, por una parte, una reducción de los ingresos (hogares y empresas) y un deterioro de las expectativas, lo que incidirá en una menor demanda de bienes y servicios. Sin embargo, se espera que los programas de ayuda social del Gobierno contribuyan a mitigar este efecto. La formación bruta de capital fijo también registrará una caída de 3,5%, debido a

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



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



la paralización de las obras -especialmente del sector privado-, sumada a la disminución de las importaciones de bienes de capital. No obstante, el consumo público tendrá un repunte importante, teniendo en cuenta el significativo incremento previsto de las compras de bienes y servicios ligados al sector de la salud.

Por el lado de la demanda externa, la estimación de las exportaciones comprende una disminución de 1,5%, principalmente debido a la contracción importante que sufrirán los principales socios comerciales, en especial Brasil, lo que impacta de manera negativa en el comercio de frontera. A esto también se suma, la depreciación importante que las monedas de estos países registran con respecto al dólar estadounidense. Las importaciones, por su parte, registrarán una reducción de 5,7%, explicada, por una parte, principalmente por la fuerte contracción de las importaciones bajo el Régimen de Turismo y también afectadas por una demanda interna deteriorada. No obstante, la importación de bienes de consumo relacionados al sector salud, alimentos y artículos de limpieza compensarán una caída mayor.

Con respecto a la inflación, el escenario base contempla una convergencia a la meta de 4% en el horizonte de política mucho más lenta que la estimada en el IPoM de diciembre 2019, comportamiento que se observa tanto para la inflación total como para la subyacente (Gráficos IV.1 y IV.2). Esta trayectoria de la inflación está explicada principalmente por un deterioro significativo de la demanda interna, en todos sus componentes, lo cual implica una brecha del producto más amplia para este escenario. Al respecto, si bien los datos de actividad económica de los primeros meses del año mostraban una recuperación coherente con las estimaciones previas, la paralización de la actividad económica desde mediados de marzo implicó un menor crecimiento interanual para el primer trimestre del año, lo cual se refleja en una brecha de producto más abierta para ese periodo y se asume un deterioro significativo en el segundo trimestre con una recuperación gradual a partir del tercer trimestre. Esto último contempla, por un lado, el fuerte estímulo monetario y por otro, el efecto positivo que tendrían las medidas de mitigación adoptadas por las autoridades sobre el ingreso de los hogares y empresas. Además de esto, la trayectoria de la inflación en el mediano plazo está influida por una menor expectativa de depreciación del

tipo de cambio, reflejada en un tipo de cambio real apreciado respecto de su valor de equilibrio como supuesto inicial de proyección. En línea con la evolución esperada de las variables señaladas, la inflación mostrará una trayectoria descendente cercana al rango inferior de la meta, para cerrar el año en 2,4% en el caso de la inflación total y 2% en la inflación subyacente. En ambas medidas, la convergencia a la meta se daría hacia finales del horizonte de proyección, primer trimestre del 2022 (Gráficos IV.3 y IV.4).

### Escenarios de Riesgo

En el ámbito internacional, existen riesgos importantes de un mayor deterioro en las perspectivas de crecimiento económico mundial. La pandemia podría durar más de lo esperado, y el impacto sobre la actividad económica y los mercados financieros podrían agudizarse. Los efectos podrían ser desproporcionados para las economías en desarrollo, en la medida que se agoten los espacios fiscales y financieros para atenuar el *shock*. Más aún, el reciente desplome del precio del crudo tendrá consecuencias importantes en las economías productoras y exportadoras netas de petróleo. Un escenario como este tendría mayores consecuencias para todas las economías del mundo, incluyendo a Paraguay y a sus principales socios comerciales.

El paro de actividades ha generado una menor demanda externa global, lo cual ha repercutido en menores precios internacionales de *commodities*. La mayor reducción se ha dado en el precio del crudo WTI y se espera que continúe baja la cotización del petróleo por el resto del año. Esto, podría incidir en algún momento en los precios de los combustibles comercializados a nivel doméstico, en la medida que se agoten las existencias de productos adquiridos anteriormente. Asimismo, algunos de los precios de los *commodities* relevantes para la economía paraguaya (soja, maíz y carne vacuna) se han reducido, pero en menor proporción a la del precio del petróleo, con lo cual, se amortiguaría el impacto negativo sobre los términos de intercambio. En términos de ingresos por exportación, el menor precio internacional, particularmente de la soja, se compensaría con la mayor producción registrada en la zafra 2019/2020.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, si bien los bancos centrales han reducido las tasas de referencia y han adoptado diversas medidas para garantizar la liquidez, los *spreads* de los bonos soberanos de los mercados emergentes y de los exportadores de *commodities* han aumentado significativamente. Esto implica un empeoramiento de las condiciones financieras para la región y para Paraguay.

En la región, se espera un marcado deterioro de la actividad económica debido a la pandemia, que complica más el panorama para aquellos países con desbalances macroeconómicos y que, ante esta emergencia, se han encontrado con una limitada capacidad fiscal para amortiguar el impacto. En el caso de Brasil y Argentina, el debilitamiento de sus economías podría incidir en las exportaciones de manufacturas de origen industrial de Paraguay (principalmente de las maquiladoras). Además, el cierre de fronteras ha frenado el comercio fronterizo con los países vecinos. La duración de esta medida de contención de la pandemia será determinante para medir el impacto total sobre el comercio con las ciudades fronterizas. Adicionalmente, la mayor depreciación de las monedas de países vecinos podría reducir la competitividad de las exportaciones paraguayas.

En el plano local, la estricta cuarentena se flexibilizaría a partir de inicios de mayo, con lo cual los sectores económicos, limitados especialmente por la oferta, podrían retomar algún impulso (construcciones, comercios, manufacturas, etc.). Por su parte, para aquellos rubros que han experimentado un freno significativo en la demanda (hoteles, restaurantes, turismo), la recuperación podría postergarse por un periodo más largo. Un riesgo de la flexibilización de la cuarentena es que se produzca un contagio acelerado de la enfermedad, provocando nuevamente el endurecimiento de las medidas sanitarias, en un escenario económico más complejo y con un espacio fiscal más acotado.

## Recuadro I: Efectos de la pandemia del Covid-19 sobre la economía global

### Resumen

La rápida propagación del nuevo coronavirus a nivel mundial está teniendo consecuencias devastadoras en términos de costos de vidas humanas y con repercusiones graves en el ámbito económico. En este contexto, las principales variables macroeconómicas han registrado cambios bruscos en los primeros meses del año, evidenciando el impacto del shock de la pandemia.

Las perspectivas de crecimiento económico global han sido revisadas a la baja para 2020, previéndose desaceleraciones y caídas importantes.

### COVID-19: Un shock global

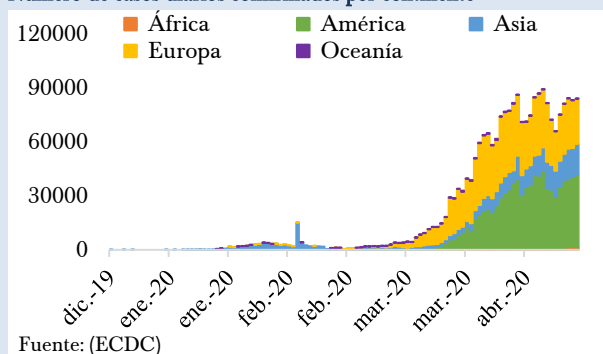
El brote del nuevo coronavirus descubierto en Wuhan (China) en diciembre de 2019 se propagó rápidamente a nivel mundial, por lo cual la Organización Mundial de la Salud (OMS) ha declarado estado de pandemia en marzo del año corriente.

Según el Centro Europeo de Control y Prevención de enfermedades (ECDC), al 19 de abril del 2020, se reportaron 2.281.714 casos confirmados y el número de fallecidos ascendió a 159.511. Ello da cuenta de alrededor del 7% de casos confirmados derivados en fatalidad. Sin embargo, estas cifras no representan la totalidad de infectados dado que lo reportado por los países depende de la cantidad de tests realizados para detectar la enfermedad (gráfico I).

### Gráfico I

#### Distribución de casos de COVID-19

Número de casos diarios confirmados por continente



Las experiencias de China en la contención de la expansión del virus han servido de ejemplo para el resto de los países. Las medidas implementadas han consistido principalmente en el distanciamiento social, la restricción de circulación, el paro de actividades de fábricas, restaurantes, turismo y tiendas, el testeo masivo y la desinfección de espacios públicos. Además, se ha exhortado a la población a tomar medidas de saneamiento de prevención, en especial el lavado de manos y se han destinado recursos adicionales de salud. Dichas medidas han permitido a China aplanar la curva de contagios del Covid-19 a niveles que impidan el desbordamiento de la capacidad de los servicios del sistema de salud (proceso conocido en los círculos de salud como “retrasar y contener”).

Un estudio reciente de Greenstone y Nigam (2020) calcula que en Estados Unidos se podrían salvar alrededor de 1,76 millones de vidas con las medidas de contención y distanciamiento social, lo que equivale a USD 7,9 billones según la metodología de Valor Estadístico de la Vida (VSL) adoptada. Si bien, el valor monetario de las vidas salvadas depende de la metodología y las preferencias sociales, es importante notar que las medidas de contención suponen significativos beneficios para la sociedad. No obstante, el distanciamiento social y la suspensión de actividades también suponen costos económicos considerables en el corto plazo.

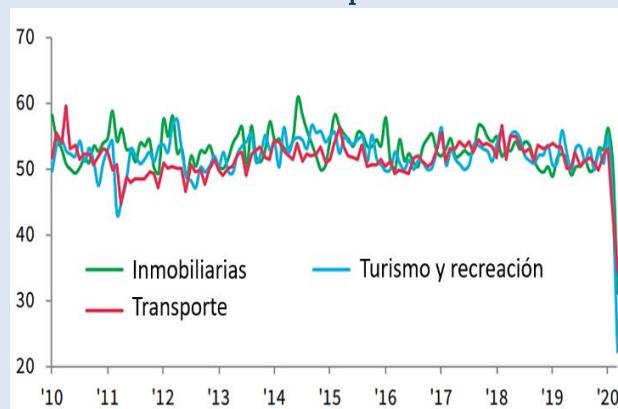
### Impacto económico

La pandemia del coronavirus implica tanto choques (o shocks) de oferta como de demanda. Las interrupciones del negocio han reducido la producción, creando perturbaciones en el suministro. Al mismo tiempo, la renuencia de los consumidores y las empresas a gastar ha reducido la demanda.

Por el lado de la oferta, hay una reducción directa en la oferta de mano de obra de los trabajadores infectados, de los que quieren evitar la exposición al contagio y de los que deben dedicarse a cuidar a niños ante el cierre de las

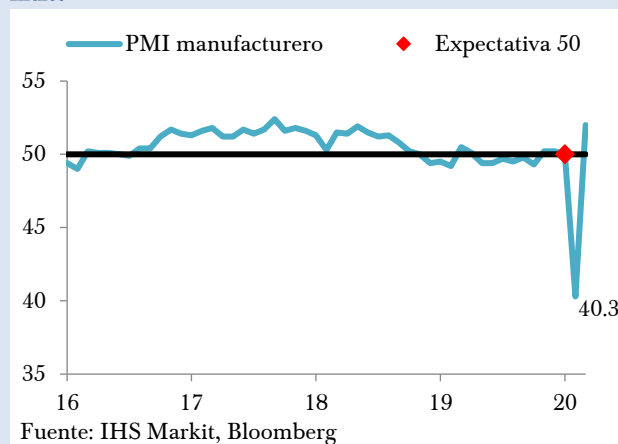
escuelas. Pero el mayor efecto en la actividad económica se debe a las medidas de distanciamiento social, cuarentena y prohibiciones de ciertas actividades, afectando principalmente a sectores como hotelería y turismo, gastronomía, transporte, recreación, servicios inmobiliarios, servicios personales, entre otros. El Índice de Actividad Global de las Empresas, elaborado por IHS Markit, confirma la fuerte contracción de determinados sectores en marzo, en especial en los rubros de turismo y recreación, servicios inmobiliarios y transporte (gráfico II).

**Gráfico II**  
Índice de Actividad Global de Empresas



Fuente: IHS Markit.

**Gráfico III**  
PMI Manufacturero China  
Índice

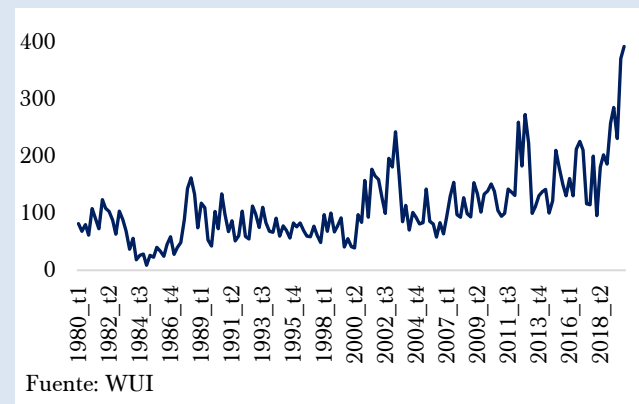


Además, se han observado disrupciones en las cadenas de suministro impactando negativamente a la actividad manufacturera. Por ejemplo, con el cierre parcial de fábricas en China, los países importadores de sus bienes

intermedios como maquinarias y aparatos electrónicos han sido afectados. El Índice PMI manufacturero global se contrajo en febrero y en marzo, en gran medida a causa de la fuerte caída en torno al 10% de las manufacturas de China en febrero (gráfico III) y de la reducción en la producción manufacturera de otros países en el mes siguiente. Por otra parte, se ha verificado un aumento en la producción de algunos servicios de salud y productos esenciales de protección y desinfección.

Por el lado de la demanda, la pérdida de ingresos, la elevada incertidumbre y el miedo al contagio hacen que los consumidores y empresas gasten menos. Muchas personas han quedado desempleadas y algunas empresas han quedado en bancarota (aerolíneas en Europa). Además, en términos generales, la incertidumbre global ha aumentado debido a la pandemia y a las expectativas sobre la temporalidad de las medidas de contención (gráfico IV). Esto afecta a las decisiones de los agentes económicos, y empeora la situación de las empresas y el nivel de empleo de las personas.

**Gráfico IV**  
Incertidumbre Global  
Índice



Los efectos sobre el desempleo también han empezado a verificarse en las principales economías. En Estados Unidos, desde mediados de marzo, alrededor de 22 millones de personas han solicitado el seguro de desempleo. Además, la tasa de desempleo ascendió a 4,4% de la fuerza laboral al cierre de marzo, por encima del 3,5% registrado en febrero. Se prevé un aumento importante de dicho indicador para el 2020, que alcanzaría un 10,4% según el Fondo Monetario Internacional (FMI), casi triplicando a la cifra de 2019

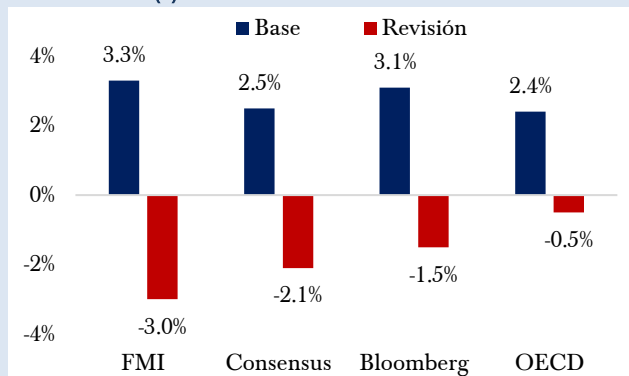


(3,7%). Para la Eurozona, aún no se dispone de la cifra oficial de marzo, pero el FMI estima una tasa de desempleo del 10,4% en 2020, superando la tasa de 7,6% del año anterior. En China, la tasa de desempleo se situaría en 4,3% para el año corriente, superior al 3,6% observado en 2019.

Ante este escenario, las perspectivas de crecimiento económico a nivel global han sido revisadas a la baja. Para 2020, se espera una recesión mundial más profunda que la provocada por la crisis financiera en el año 2009, cuando el PIB se contrajo 0,1%. El gráfico V resume distintos ajustes en las proyecciones de crecimiento del año.

En abril, el FMI ajustó sus proyecciones de enero en -6,3 puntos porcentuales, estimando una caída del 3,0% para la economía mundial. Esto es explicado por un declive del 6,1% del PIB anual para las economías avanzadas y una caída del 1% anual para las economías emergentes y en desarrollo. En las principales economías del mundo ha habido revisiones significativas. En Estados Unidos, la proyección actual del FMI es del -5,9%, mientras el escenario base señalaba una expansión de 2,0% en enero. Por su parte, para la Eurozona se prevé una variación anual de -7,5% en lugar de 1,3%. China crecería 1,2% anual en vez de 6,0%. La región sigue una tendencia similar, y se estima una variación anual del -5,2% para América Latina y el Caribe, por debajo del 2,3% estimado inicialmente.

**Gráfico V**  
Proyecciones de crecimiento del PIB mundial  
Variación anual (%)



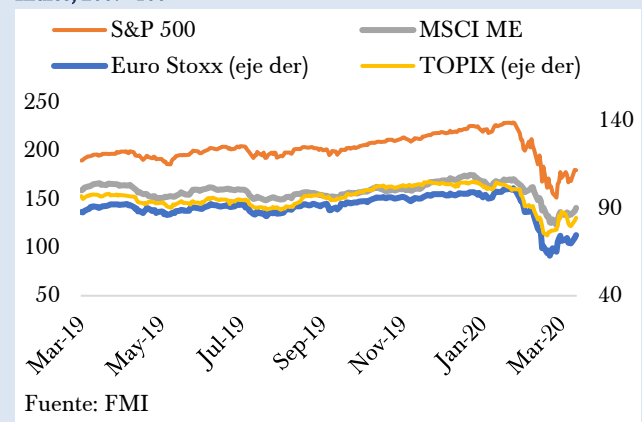
<sup>7</sup> The Economy in the Time of COVID-19, Banco Mundial (Abril 2020)

Por otra parte, en un reporte reciente del Banco Mundial, utilizando las previsiones de Consensus Economics se estimó que una reducción de 4,4 puntos porcentuales del PIB de Estados Unidos equivale a USD 962 mil millones menos<sup>7</sup>. Aplicando esta lógica, la revisión del FMI de (7,9 puntos porcentuales menos) implicaría una pérdida de aproximadamente USD 1,7 billones para la economía americana. Las estimaciones del Banco Mundial conforme a las revisiones de Consensus apuntan a una pérdida de alrededor de USD 1 billón para la Eurozona, y de USD 600 mil millones para China.

### Cambio en las condiciones financieras internacionales

La rápida propagación del virus provocó fuertes reacciones en los mercados financieros globales desde marzo de 2020. En el gráfico VI, se observan las caídas en las principales bolsas de valores de Estados Unidos (S&P 500), de la Eurozona (Euro Stoxx), de Japón (TOPIX) y de los mercados emergentes (MSCI ME). El 9 de marzo se consideró un “Lunes Negro” con las primeras caídas importantes en las bolsas de valores desde la crisis financiera. Estos índices de las bolsas de valores registraron caídas del 6% al 8%. Pocos días después, el jueves 12 de marzo se registraron mayores declives en estas bolsas, en especial en el Euro Stoxx que alcanzó una caída diaria del 12%, mientras que el S&P 500 registró una variación del -10%. El 16 de marzo, fue el S&P 500 el que tuvo una caída del 12%.

**Gráfico VI**  
Mercado de Valores  
Índice, 2007=100



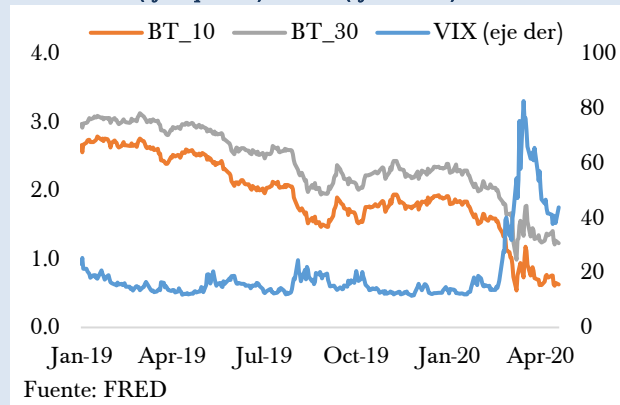
Fuente: FMI

Por su parte, el Índice VIX<sup>8</sup>, que representa la volatilidad del mercado financiero, alcanzó un pico en el mes de marzo. Ello demuestra la incertidumbre y la mayor percepción de riesgo de los inversores. Además, se ha registrado una disminución del rendimiento de los bonos del tesoro americano de 10 y de 30 años. Esto es consistente con un aumento de la demanda de activos seguros por parte de los inversores, ante la incertidumbre generada por la pandemia del coronavirus (gráfico VIII).

### Gráfico VIII

#### Bonos del Tesoro Americano y VIX<sup>9</sup>

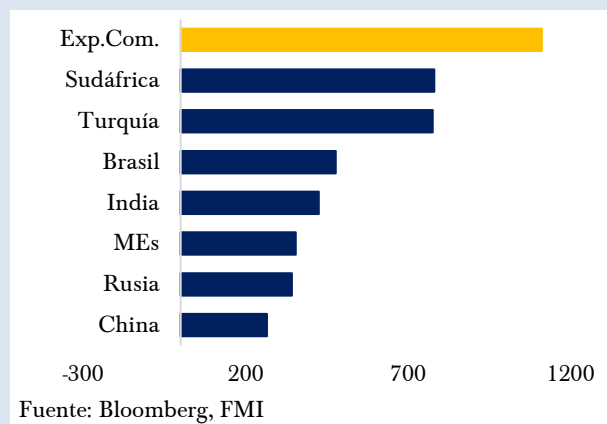
Tasas anuales (eje izquierdo) e Índice (eje derecho)



### Gráfico IX

#### EMBI Spreads de Bonos Soberanos<sup>10</sup>

Puntos básicos



<sup>8</sup> VIX es un indicador de la volatilidad en los mercados financieros compuesto de opciones, con el precio de cada opción que refleja la expectativa del mercado de la volatilidad futura (o expectativa de riesgo futuro).

La mayor aversión al riesgo también se ha reflejado en los spreads de los bonos soberanos que han aumentado significativamente, en particular en los mercados emergentes exportadores de *commodities* (Gráfico IX), afectando a la mayoría de los países de la región.

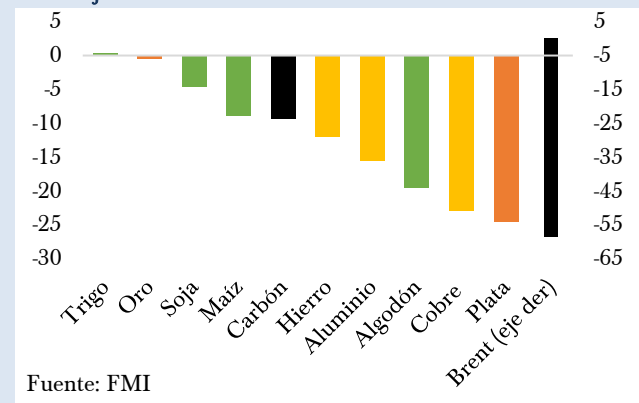
### Precios de *commodities*

Las interrupciones en la producción y en el comercio internacional han provocado importantes caídas en los precios de internacionales de *commodities*. Cabe destacar el reciente desplome del precio del petróleo. El 20 de abril, conforme al WTI, el futuro del crudo llegó a cotizar USD -37,63 el barril. La reducida utilización de transporte público y privado por el confinamiento y el paro de actividades provocaron una reducción importante en la demanda del petróleo y derivados. En marzo, ya se había observado reducciones en el precio del petróleo, ante lo cual los principales productores redujeron la producción en 10%. Sin embargo, esto no fue suficiente y el 20 de abril los contratos futuros del crudo a mayo vencían y no había demanda, lo cual, sumado a la saturación de almacenamiento del producto en Estados Unidos, provocaron la caída récord del *commodity*.

### Gráfico X

#### Impacto en principales *commodities*

Porcentaje



En menor medida, otros precios internacionales de *commodities* también han sufrido bajas. El FMI ha

<sup>9</sup> BT\_10: Rendimiento de bonos del tesoro a 10 años

BT\_30: Rendimiento de bonos del tesoro a 30 años

<sup>10</sup> Exp.Com.: Exportadores de *commodities*.

calculado el impacto del COVID-19 sobre los principales *commodities* agrícolas, energéticos y metales, comparando fines de marzo con mediados de enero de 2020 (gráfico X). Como se puede notar, el impacto sobre los precios ha variado significativamente entre los productos básicos. El FMI reportó que las variaciones dependen de los sectores y de las regiones específicas de uso final afectadas por el brote, de la capacidad de almacenamiento y de la elasticidad de la oferta del producto. El oro se ha mantenido relativamente estable, mientras que otros metales (plata, cobre, aluminio y hierro) han registrado una reducción promedio del 19%. La pandemia ha reducido la demanda de materias primas agrícolas como la soja, el maíz y el algodón, mientras que el trigo sostuvo su precio. Además del crudo, el carbón también verificó una caída importante, cercana al 10%.

### Comentarios finales

El acelerado ritmo de propagación del coronavirus COVID-19 justifica las políticas de contención y las medidas de prevención. Estas acciones sirven para aplanar la curva de contagios, lo que a su vez permite salvar vidas, evitando la saturación de las hospitalizaciones.

La pandemia y las respectivas medidas de contención han deteriorado la demanda y la oferta agregada global. Ello se ha reflejado en la menor producción industrial, la menor producción de servicios, el aumento del número de desempleados y la elevada incertidumbre. Bajo este escenario, las perspectivas económicas fueron reducidas significativamente.

Es importante adoptar medidas de políticas fiscales y monetarias adecuadas para mitigar los vastos costos económicos de la crisis sanitaria. La disponibilidad de recursos de parte de organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), que han anunciado líneas de billones de dólares para mitigar la pandemia, serán claves para que los países con menor espacio fiscal puedan asistir a los más vulnerables, los desempleados y evitar que las empresas queden en bancarrota.

En Wuhan, la provincia donde se descubrió el primer caso, ya se ha levantado el confinamiento, retomándose

las actividades paulatinamente. Los hospitales provisionales construidos en China para tratar a los enfermos con COVID-19 están siendo cerrados debido a la reducción del número de infectados. Esta es una señal de que el shock global de la pandemia puede ser mitigada de forma efectiva.

### Referencias

Baldwin, R. & Weder, B. (2020). “Macroeconomics of the flu”. Centre for Economic Policy Research. London, UK.

Carlsson-Szlezak, P., Reeves M. & Swart P. (2020). “What Coronavirus Could Mean for the Global Economy”. Harvard Business Review.

Covid economics, Vetted and Real-Time Papers. Abril 2020, CEPR.

Greenstone, M. & Nigam, V. (2020) Does social distancing matter?

Economics in the Time of COVID-19. Marzo 2020, CEPR.

Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes. Marzo 2020, CEPR.

The economy in the time of COVID-19, Abril 2020, Banco Mundial.

United Nation Conference on Trade and Development – UNCTAD. (9 de marzo del 2020) “The coronavirus shock: a story of another global crisis foretold and what policymakers should be doing about it”. Trade and Development Report Update.

World Economic Outlook. Abril 2020, Fondo Monetario Internacional.

## Recuadro II: Medidas económicas para contener los efectos del Covid-19

### Introducción

En Paraguay, la confirmación de los primeros casos de personas con Covid-19 motivó a las autoridades gubernamentales a adoptar oportunamente medidas sanitarias de aislamiento social para contener la propagación del virus y evitar el desborde del sistema de salud.

El contexto internacional más complejo y las necesarias acciones sanitarias debilitaron significativamente la actividad económica local, lo cual se ha reflejado claramente en las últimas proyecciones de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB).

Ante este escenario, el Gobierno Nacional y el Banco Central del Paraguay (BCP) han desplegado rápida y decididamente una serie de medidas con el objetivo de amortiguar el impacto económico sobre las familias y las empresas, además de destinar importantes recursos al fortalecimiento del sistema sanitario.

### Medidas sanitarias de contención social

El 10 de marzo de 2020, luego de haberse confirmado los primeros dos casos de Coronavirus (Covid-19) en Paraguay, el Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social (MSPBS) dispuso la suspensión, por 15 días, de las actividades que implicaran aglomeración de personas (conciertos, encuentros deportivos, reuniones políticas, cines, teatros, bares, etc.), sumada a la suspensión de las actividades educativas en todos los niveles de enseñanza. No obstante, estaba permitido el funcionamiento de los centros comerciales, la industria, las oficinas públicas, el transporte público, entre otros, pero con la debida implementación de las medidas de higiene, seguridad y salubridad. El 16 de marzo se declaró Estado de Emergencia y el MSPBS dispuso una cuarentena preventiva parcial hasta el 24 de marzo en el horario de 20:00 a 04:00 horas, posteriormente ampliada a una cuarentena total,

inicialmente hasta el 28 de marzo. Actualmente, el aislamiento social total dispuesto es hasta inicios de mayo. La cuarentena total implica (con algunas excepciones) la restricción del desplazamiento de personas y vehículos, obligando a los habitantes a confinarse en sus hogares<sup>11</sup>. A partir del 4 de mayo se prevé flexibilizar la cuarentena por fases, cuya continuidad dependerá de una evaluación al finalizar cada etapa.

### Sectores económicos afectados

Teniendo en cuenta las fragilidades del sistema de salud local, las medidas de aislamiento social han sido oportunas, y los resultados, a más de un mes del primer caso, han sido favorables<sup>12</sup>. No obstante, estas han implicado un freno brusco en el impulso de la economía<sup>13</sup>, principalmente en el sector servicios, en algunas ramas de la manufactura y en las construcciones.

Este abrupto cambio en la actividad económica es una combinación, tanto de un choque de demanda como de oferta, cuyas magnitudes varían a través de los distintos sectores económicos. A modo de ejemplo, en el sector hotelero, la oferta de habitaciones ha permanecido, pero la demanda ha caído considerablemente. Sin embargo, en cuanto a los espectáculos públicos, tanto la oferta como la demanda de los mismos se vieron afectadas por las prohibiciones decretadas en las medidas de cuarentena y el temor de ser contagiados.

En el *sector terciario*, las actividades que han sido más golpeadas son restaurantes y hoteles, comercio, transporte, servicios a los hogares (entretenimientos, educación, etc.), servicios a las empresas (publicidad, agencias relacionadas al turismo, etc.) e intermediación financiera. Sin embargo, se espera que los servicios gubernamentales mantengan su dinámica, considerando las medidas adoptadas por el gobierno tanto en el ámbito social, económico y de salud. De igual manera, los

<sup>11</sup> [Decretos Covid-19; Resoluciones del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social; Cronología de acciones sanitarias;](#)

<sup>12</sup> Al corte del 23 de abril, de 6.917 pruebas realizadas, existen 220 casos confirmados y 9 fallecidos.

<sup>13</sup> Al mes de febrero, el crecimiento acumulado del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) fue 5,3%, mientras que el Estimador Cifras de Negocios (ECN) creció 5,9% en ese periodo.

servicios de la información y telecomunicación presentarían resultados favorables debido a la mayor utilización de estos servicios para la modalidad de teletrabajo, compras y gestiones online, como así también para entretenimiento.

En la *industria manufacturera*, las ramas vinculadas a productos que no son de primera necesidad estarían entre las más afectadas, tales como bebidas y tabaco, textiles y calzados, como así también los rubros ligados a la construcción (minerales no metálicos y productos metálicos). Esta situación estaría explicada por la menor demanda de estos productos, puesto que las medidas del gobierno prohíben la circulación de personas no vinculadas a actividades esenciales. Por otro lado, se podría ver un incremento en la producción de alimentos (incluyendo aceites y harinas de soja), como así también de químicos, debido a la mayor demanda de medicamentos e insumos hospitalarios. En cuanto a la industria cárnica, dependiente en gran medida del mercado externo, la misma se enfrentaría a un escenario más complejo, por la mayor competitividad de Argentina, Brasil y Uruguay, derivada de la depreciación elevada de sus monedas en el periodo reciente. A nivel interno, la demanda de carne podría no experimentar grandes cambios.

En el sector de la *construcción*, luego de una importante expansión hasta febrero, la cuarentena también implicó el cese de gran parte de las actividades de este sector, especialmente de las obras privadas. Por el lado del sector público, se anunció que las obras no se detendrían, tomándose las medidas pertinentes para evitar los lugares cerrados y la aglomeración de personas.

Adicionalmente, desde el contexto externo, la contracción económica global -particularmente de China- ha afectado negativamente a los precios de los *commodities* de exportación de Paraguay. No obstante, es apropiado puntualizar que el precio del petróleo también se ha reducido, incluso en mayor cuantía, lo cual contrarrestaría, en cierta medida, el impacto negativo sobre los términos de intercambio. Asimismo, en el

entorno actual de incertidumbre, si bien las tasas de referencia globales se han reducido, las primas de riesgo se han incrementado de manera significativa, implicando un costo de financiamiento más elevado. Por su parte, el deterioro económico regional implicaría una menor demanda, especialmente de los productos de maquila (autopartes, textiles, etc.) y de las reexportaciones (comercio de frontera).

En su conjunto, la participación de los sectores que serían más afectados (la mayoría de los servicios, algunas ramas de las manufacturas y las construcciones) se encuentra en torno al 52% del PIB<sup>14</sup>. En este contexto, el BCP y diversas instituciones han corregido significativamente sus pronósticos de crecimiento para Paraguay (tabla I).

**Tabla I**  
Proyecciones de crecimiento del PIB 2020  
Porcentaje

Institución	Anterior	Actual
BCP	4,1	-2,5
FMI	4,0	-1,0
Banco Mundial	4,0	-1,2
CEPAL	3,0	-1,5
BID	3,5	-1,5

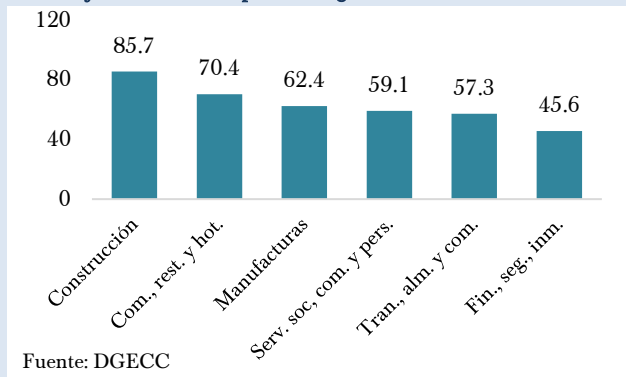
### Principales medidas de política económica

Las políticas de mitigación de los efectos económicos de las medidas de distanciamiento social se han enfrentado al importante desafío de aliviar el impacto a los sectores más vulnerables de la sociedad, una cuestión no menor en un país en el cual el 63% de los ocupados no agrícolas son informales, aproximadamente 1.780.000 trabajadores en el 2019. Conforme a datos del 2018, en el sector de comercio, restaurantes y hoteles, la informalidad se encuentra en torno al 70%, mientras que en construcciones alcanza el 86% (gráfico I).

<sup>14</sup> En servicios se excluye telecomunicaciones y gobierno, mientras que en manufacturas no se incluye a la producción de alimentos (carne, harina de soja, aceite de soja, molinería y panadería, lácteos, otros alimentos) y de químicos.

**Gráfico I**  
**Ocupados informales**

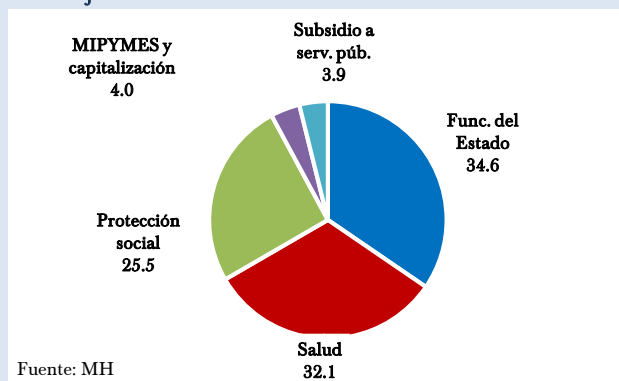
Porcentaje del total de ocupados no agrícolas



*Medidas de política fiscal*

El Gobierno Nacional implementó una serie de medidas, entre las que se destaca la aprobación de la Ley de Emergencia, que le faculta a obtener recursos por hasta USD 1.600 millones (4% del PIB) a ser destinados especialmente para el sector de la salud, la protección social y el funcionamiento del Estado (gráfico II).

**Gráfico II**  
**Distribución de fondos (USD 1.600 millones)**  
Porcentaje



En el marco de la ley de emergencia también se contemplan medidas de racionalización del gasto público con reasignaciones al presupuesto del sector salud, postergación del pago de impuestos, exoneración y/o diferimiento de los pagos de los servicios básicos (agua, luz y teléfono) por el periodo de tres meses (abril, mayo y junio).

Además, una parte de los fondos será destinada a capitalizar a la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD)

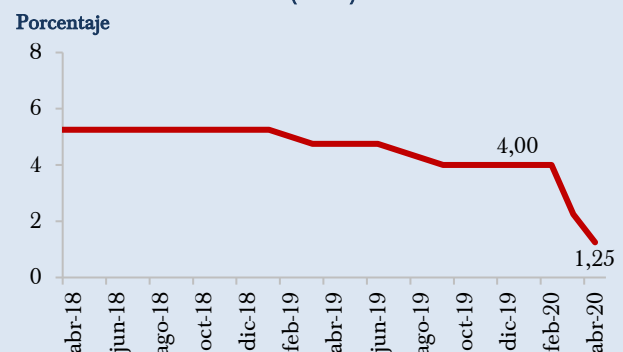
y al Fondo de Garantías para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (FOGAPY). En la misma línea, la ley también prevé la constitución de un Fideicomiso, que será administrado por la AFD, para atender las necesidades de financiamiento de las MIPYMES. Recientemente, tanto el FOGAPY como el Fideicomiso fueron capitalizados con USD 100 millones cada uno, con recursos provenientes de un préstamo del Banco Mundial.

Por otra parte, entre las medidas de protección social se implementó inicialmente un programa llamado Apoyo para la Seguridad Alimentaria “Ñangareko”, que consiste en transferencias monetarias de ₡ 500.000 (USD 75) en carácter de urgencia para el sector mayormente afectado en su economía de subsistencia y prevé abarcar a 330.000 personas. Posteriormente, con la aprobación de la Ley de Emergencia se creó otro programa, de mayor alcance, denominado “Pytyvo”, que estipula hasta dos transferencias de ₡ 548.210 (USD 84) y alcanzaría a 1.500.000 personas.

*Medidas monetarias y financieras*

Por su parte, el Banco Central ha implementado una serie de medidas de política, monetarias y financieras, entre ellas, la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 275 puntos básicos, lo cual a su vez conlleva la reducción de las tasas de interés de las ventanillas de liquidez de corto plazo.

**Gráfico III**  
**Tasa de Política Monetaria (TPM)**



En la misma línea, con el objetivo de *apoyar la liquidez* del sistema financiero, el BCP ha liberado una parte

importante del encaje legal (encaje especial) en moneda nacional (MN) y en moneda extranjera (ME) por una suma equivalente a USD 957 millones de dólares.

**Tabla II**  
**Tasas de encaje legal<sup>15</sup>**  
Porcentaje

	Moneda Nacional	Moneda Extranjera
Encaje Legal	7	15
<b>Encaje especial</b>	<b>11</b>	<b>9</b>
Encaje Total	18	24

Fuente: BCP

Asimismo, ha creado una ventanilla de liquidez denominada Facilidad de Crédito Especial (FCE) por un valor de USD 760 millones, que estará orientada especialmente a atender las necesidades de financiamiento de las MIPYMES. En su conjunto, estas dos medidas (desencaje y FCE) representan también cerca del 4% del Producto Interno Bruto (PIB). Al mismo tiempo, el BCP ha implementado otra ventanilla de liquidez que permitirá a las entidades financieras realizar operaciones de descuento de cartera de alta calidad crediticia con retroventa (REPO).

Por otro lado, el BCP también ha adoptado medidas de *flexibilización financiera*. Una de ellas permite interrumpir el cómputo de la mora para renovaciones, refinanciaciones o reestructuraciones de los préstamos, con el fin de evitar el deterioro de la calificación crediticia de los clientes y permitir que estos puedan seguir siendo sujetos de crédito. Otra medida hace referencia a la ampliación del plazo para la venta de los bienes adjudicados, lo cual posibilitará a las entidades financieras realizar la transacción en condiciones económicas más favorables y mantener el valor de los activos. Adicionalmente, se ha autorizado a las entidades financieras a formalizar renovaciones y refinanciaciones sin documentación adicional para clientes con operaciones de hasta ₡ 1.000 millones (USD 155mil), con la intención de dar un alivio a las MIPYMES y a los trabajadores independientes.

## Comentarios finales

Paraguay ha sido uno de los países que ha respondido rápida y decididamente para contener la propagación del virus. Los resultados han sido alentadores y, al cierre de este informe, Paraguay sólo ha reportado 9 fallecimientos, a 40 días de haberse confirmado el primer caso. Sin embargo, los costos económicos han sido altos para las personas y empresas.

Con el objetivo de amortiguar el impacto económico, el Gobierno Nacional ha implementado programas paliativos para los trabajadores formales e informales, mediante transferencias monetarias, exoneración (o diferimiento) del pago de los servicios básicos, postergación de impuestos, entre otros.

Al mismo tiempo, las instituciones financieras públicas han ofrecido productos con condiciones más flexibles, preferentemente orientados a las MIPYMES. En esa misma línea, se ha capitalizado al Fondo de Garantía (FOGAPY) y se ha constituido un Fideicomiso cuyos fondos también serán destinados a las empresas más pequeñas.

Por su parte, el BCP, además de distender algunas normas regulatorias, ha flexibilizado las condiciones monetarias de la economía con la sustancial reducción de la tasa de referencia y con ello de las ventanillas de liquidez de corto plazo. Adicionalmente, ha creado otras ventanillas de liquidez, pero a mayor plazo y, ha ampliado el espectro de colaterales, incluyendo carteras crediticias de alta calidad (hipotecarias).

Las acciones coordinadas entre el BCP (liquidez y medidas financieras) y la AFD (Recursos propios, Fondo de garantía, Fideicomiso) han impulsado a las entidades financieras a ofrecer créditos a las MIPYMES en condiciones favorables en términos de tasas de interés, plazos, periodos de gracia, etc.

<sup>15</sup> Corresponden a las tasas de encaje legal sobre los depósitos a la vista y depósitos de 2 días hasta 360 días de plazo.

## Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**Informe de Política Monetaria**  
Marzo 2020



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos  
Asunción / Paraguay