



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE
2020



BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay



Publicación editada por:

Estudios Económicos
Departamento de Análisis Macroeconómico
BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Contenido (*)

| | |
|---|----|
| Política Monetaria en Paraguay | 4 |
| Resumen Ejecutivo | 6 |
| Decisiones de Política Monetaria | 11 |
| I. Entorno Internacional y Regional | 13 |
| II. Mercados Financieros | 21 |
| III. Escenario Doméstico | 25 |
| IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos | 34 |
| Recuadro I | 41 |
| Credibilidad e Independencia del Banco Central | |
| Recuadro II | 46 |
| Análisis de la economía informal en Paraguay | |
| Glosario | 52 |

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 15 de octubre. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

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

Objetivo

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

Meta de inflación

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

Instrumento de política monetaria

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

Horizonte de política monetaria

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

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

Proceso de toma de decisiones

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

Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CPM programa sus reuniones, cuyas fechas están publicadas con antelación en un calendario anual. Luego de cada reunión, se divulga un comunicado de prensa informando sobre la decisión adoptada y los fundamentos de la misma. Asimismo, el último día hábil de cada mes, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura, las perspectivas, los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo inflacionario y las consideraciones realizadas para la toma de decisiones. Además, se publica trimestralmente el Informe de Política Monetaria (IPoM).

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

- i) comunicar detalladamente a los agentes económicos la visión del BCP sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus implicancias para la conducción de la política monetaria;
- ii) dar a conocer el marco de análisis para la formulación de la política monetaria;
- iii) proporcionar información para la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y de la actividad económica.

Resumen Ejecutivo

Las perspectivas de crecimiento para diversas economías han sido revisadas al alza respecto a las del IPoM anterior, principalmente debido a los resultados favorables en los indicadores de corto plazo de actividad económica, luego de la flexibilización de los confinamientos. Pese a que se han observado segundas olas de contagios de COVID-19, especialmente en Europa, los avances en los tratamientos y en los ensayos de vacunas han permitido moderar la incertidumbre global. Las medidas de política monetaria en economías avanzadas y emergentes continúan con un perfil expansivo para apoyar la reactivación económica, mientras que, en los mercados financieros internacionales, se observó un mayor dinamismo de las bolsas de valores en el tercer trimestre. En cuanto a los precios internacionales de materias primas, se verificó un aumento generalizado en las cotizaciones de los *commodities* agrícolas.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) registró una variación anualizada de -31,4% en el segundo trimestre de 2020, caída superior a la constatada en el trimestre anterior (-5,0%). Este resultado se vio explicado principalmente por el deterioro del consumo de hogares, las exportaciones, la inversión en activos fijos, la inversión privada en inventarios y, el gasto estatal y local del gobierno, atenuado por el incremento del gasto del gobierno federal y la reducción de las importaciones. En el tercer trimestre de 2020, el PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero se ubicó en zona de expansión, alcanzando un nivel de 55,4 en septiembre. Así, respecto al IPoM anterior, las perspectivas de crecimiento para 2020 se revisaron al alza, pasando de -5,6% a -4,0%. Con relación al nivel de precios, se ha observado un aumento en la inflación en el tercer trimestre, situándose en 1,4% interanual en septiembre (aunque aún por debajo de la meta del 2%). En este contexto, la Reserva Federal (Fed) mantuvo el rango referencial de tasas en 0,0% - 0,25% y anunció cambios de estrategia en su política monetaria, aclarando que buscará una inflación promedio de 2% en el tiempo y que compensará los periodos por debajo de ese umbral permitiendo un índice inflacionario mayor “por cierto tiempo”.

En la Eurozona, la variación interanual del PIB en el segundo trimestre de 2020 fue -14,7%, bastante por debajo de la tasa de -3,1% registrada en el primer trimestre del año. Esta caída se ha dado especialmente por la reducción en el gasto para consumo final de los hogares y en la formación bruta de capital fijo. Respecto al tercer trimestre de 2020, el indicador manufacturero (PMI) permaneció en zona de expansión, alcanzando un nivel de 53,7 en septiembre. Esto ha propiciado una leve corrección al alza en los pronósticos de crecimiento para 2020 pese a las segundas olas de contagio, pasando de una tasa anual del -8,1% (en el IPoM anterior) a -8,0%. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se ubicó en -0,3% interanual en septiembre, observándose una reducción respecto al cierre del segundo trimestre de 2020 (0,3%). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin variaciones las tasas de operaciones de refinanciación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito durante el segundo trimestre del año y ha continuado con el programa de compra de activos para asegurar la liquidez en todos los países de la Eurozona.

En China, los datos del segundo trimestre de 2020 señalaron una expansión interanual del 3,2% en el PIB, superando la retracción de 6,8% del trimestre anterior. El mejor desempeño se explica por el repunte de las actividades de manufactura y construcción. Por otra parte, los indicadores del tercer trimestre de 2020 mostraron que el sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, cerrando septiembre con un PMI de 51,5. Los pronósticos de crecimiento para el año 2020 se ajustaron al alza pasando de 1,8% (del IPoM anterior) a 2,1% anual.

En Brasil, el PIB trimestral registró una variación interanual de -11,4% en el segundo trimestre del año, por debajo de la tasa de -0,3% observada en el trimestre previo. Este deterioro se debió fundamentalmente a la caída en el consumo de los hogares y de la formación bruta de capital fijo. Por otra parte, los indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2020 señalaron una contracción del 3,9% de la actividad económica en agosto, mientras que el PMI manufacturero mostró una mejora importante, situándose en 64,9 en septiembre. En cuanto a la proyección de crecimiento, la misma se revisó al alza para 2020 con relación a la reportada en el IPoM de junio, pasando de -6,5% a -5,3%. En lo referente al nivel de precios, la inflación se incrementó respecto al trimestre anterior (2,1% en junio), ubicándose en 3,1% interanual en septiembre. En este contexto,

el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil redujo la tasa SELIC a 2,0% anual en agosto para apoyar la recuperación económica.

En Argentina, el PIB del segundo trimestre de 2020 registró una caída interanual del 19,1%, superando la reducción del 5,2% del trimestre anterior. En el tercer trimestre de 2020, los datos más recientes de la actividad económica arrojaron una contracción interanual del 11,6% en agosto, con desempeños negativos principalmente en las actividades de transporte, comunicaciones y servicios. El indicador de actividad manufacturera exhibió una disminución en la producción industrial, con una tasa de -7,1% en agosto. Con relación al nivel de precios, se ha observado una moderación en la inflación (36,6% interanual en septiembre), aunque permanece elevada. Cabe destacar que, el gobierno ha logrado reconfigurar el perfil de la deuda argentina con lo cual ha disminuido la percepción de riesgo país. Por su parte, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) mantuvo el límite inferior de la tasa de Leliq en 38% para el tercer trimestre. Por otro lado, las medidas que restringen el uso de monedas extranjeras implementadas por el gobierno han provocado recientemente una mayor depreciación del peso argentino. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2020 fue ajustado a -11,5%, por debajo de lo previsto en el informe anterior (-9,1%).

En el plano local, la actividad económica y la demanda se deterioraron significativamente durante el segundo trimestre, particularmente en el mes de abril, como consecuencia de la implementación de las medidas sanitarias preventivas para la contención de la pandemia de COVID-19. En el mencionado trimestre, el PIB se contrajo 6,5% en términos interanuales, debido a la retracción del sector servicios, las manufacturas y la generación de energía eléctrica. No obstante, la caída fue amortiguada por el buen desempeño del sector primario, especialmente de la agricultura. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia negativa fueron el consumo privado y la formación bruta de capital. Por su parte, la demanda externa neta tuvo una contribución positiva, explicada por la mayor disminución de las importaciones con relación a la retracción de las exportaciones. Conforme a los indicadores de corto plazo, la actividad económica y la demanda han mostrado mejores resultados en el tercer trimestre, consistente con la mayor apertura de la economía por la flexibilización de las medidas de aislamiento.

En este contexto, la inflación total y los indicadores de tendencia mostraron un incremento con respecto al último IPoM, aunque cabe mencionar que aún se encuentran en niveles bajos. En el tercer trimestre, el promedio de la inflación total se situó en 1,4%, superior al 1,1% observado en el segundo trimestre. De la misma manera, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que, además de frutas y verduras, excluye a los servicios tarifados y a los combustibles), promediaron tasas interanuales del 1,5% y 2,6%, respectivamente, por encima de las tasas verificadas en el trimestre anterior (1,3% y 2%). Por su parte, la inflación núcleo promedió, en el mismo periodo, una tasa interanual del 1,6%, similar a la verificada en el trimestre anterior.

Con este escenario, el Comité de Política Monetaria (CPM) consideró necesario seguir con el perfil expansivo de la política monetaria durante el tercer trimestre, manteniendo la tasa referencial en 0,75% anual, con el objetivo de garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. El CPM, si bien observó algunas señales de mejora en la economía internacional, destacó que la recuperación aún estaba supeditada a la evolución de la pandemia de COVID-19 y a los avances en el desarrollo de vacunas. Por su parte, en la economía local, los indicadores de actividad y de demanda también habían mostrado mejores resultados, luego de los mínimos observados en el mes de abril, no obstante, aún se ubicaban muy por debajo de los previstos en el periodo previo a la pandemia. En cuanto a los precios, el Comité puntualizó que las distintas medidas de inflación se situaban en niveles bajos y que, de acuerdo, a los distintos escenarios supuestos en los modelos de proyección, no se avizoraban presiones inflacionarias en el corto plazo.

Teniendo en cuenta que la actividad económica y la demanda se han recuperado a un ritmo mayor al previsto anteriormente, en el escenario base, la estimación de crecimiento del PIB del 2020 fue revisada al alza de -3,5% a -1,5%. Este ajuste se explica principalmente por una menor caída del sector servicios, particularmente de los otros servicios, segmento en cual están incluidos rubros tales como hoteles y restaurantes, servicios a los hogares, servicios a las empresas, entre otros.

Inicialmente, la previsión contemplaba un mayor impacto de la pandemia sobre estos sectores, considerando que la naturaleza de sus actividades implicaba una mayor interacción social y, al mismo tiempo, la oferta de algunas de ellas estaba limitada por las restricciones sanitarias. No obstante, los últimos registros han mostrado un repunte importante y más rápido a lo anticipado, posibilitado en parte, por la flexibilización de las medidas sanitarias. En contraste, para el subsector comercio se prevé una mayor retracción. En el sector secundario, se ha destacado la significativa recuperación de los indicadores de construcción, motivando una corrección al alza en la estimación. En el mismo sentido, algunas ramas de las manufacturas vinculadas a la producción de alimentos y de bienes ligados a la construcción, han tenido un buen desempeño reciente, impulsando también una corrección al alza (menor caída) en el pronóstico del subsector. Por su parte, electricidad y agua fue revisada a la baja, cuya producción sigue siendo afectada por el bajo nivel del río Paraná y por la menor demanda por parte de Brasil. En cuanto al sector primario, se mantiene la misma tasa de expansión anunciada en el informe pasado, explicada principalmente por los buenos resultados de la agricultura. Por el lado del gasto, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo se han ajustado al alza, consistente con el repunte de los indicadores de ventas y de la construcción. Por otra parte, la corrección a la baja de las importaciones fue mayor a la de las exportaciones, con lo cual, la demanda externa neta tendrá una incidencia positiva más elevada con relación al informe de junio.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

| | 2019 | 2020(f) | 2020(i) |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Sector Primario | -3,6 | 8,0 | 0,9 |
| Agricultura | -4,9 | 10,5 | 0,8 |
| Ganadería | 1,3 | 5,0 | 0,1 |
| Forestal, Pesca y Minería | -2,6 | -6,2 | -0,1 |
| Sector Secundario | -3,1 | -1,1 | -0,4 |
| Manufactura | -1,0 | -2,5 | -0,5 |
| Construcción | 1,1 | 7,0 | 0,4 |
| Electricidad y Agua | -11,2 | -4,5 | -0,3 |
| Sector Terciario | 3,2 | -3,6 | -1,7 |
| Gobierno General | 5,1 | 4,5 | 0,4 |
| Comercio | -0,4 | -6,0 | -0,6 |
| Otros Servicios [†] | 4,0 | -5,2 | -1,5 |
| Impuestos | -1,7 | -3,5 | -0,3 |
| PIB a precios de mercado | 0,0 | -1,5 | -1,5 |
| PIB sin agricultura, ni binacionales | 1,5 | -2,4 | |

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

| | 2019 | 2020 (f) |
|--|-------------|--------------|
| PIB | 0,0 | -1,5 |
| Demanda Interna | 0,7 | -3,6 |
| Formación bruta de capital | -3,0 | -5,4 |
| Formación bruta de capital fijo | -6,6 | 5,1 |
| Consumo total | 1,9 | -3,1 |
| Consumo privado | 1,3 | -4,6 |
| Consumo público | 5,1 | 5,2 |
| Exportaciones de bienes y servicios | -2,9 | -5,6 |
| Importaciones de bienes y servicios | -0,9 | -12,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -0,5 | 0,7 |
| FBKF (% del PIB nominal) | 18,5 | 20,4 |

En el IPoM de junio se señalaba un deterioro significativo de la actividad económica en el segundo trimestre, reflejado en una apertura importante de la brecha del producto. Además, las proyecciones contemplaban una recuperación gradual a partir del tercer trimestre, las cuales incorporaban como supuesto el repliegue de las medidas sanitarias preventivas y la reapertura de algunos sectores económicos. Para este IPoM se asume una trayectoria similar, sin embargo, los indicadores efectivos de actividad y de demanda, en el segundo trimestre, revelaron un mejor desempeño con relación a lo previsto anteriormente. Con estos resultados, se verifica una brecha del producto más cerrada (menos negativa) que la estimada en el informe previo. Hacia adelante, conforme a un mayor dinamismo del consumo, impulsado por una política monetaria expansiva, junto con los resultados de los programas de apoyos a los ingresos y la reapertura de las actividades económicas, la brecha se irá cerrando hacia el segundo semestre del 2021. Este resultado se encuentra en línea con la revisión al alza de la proyección del PIB para el presente año. No obstante, la brecha mantiene una magnitud negativa considerable a niveles históricos. Por otra parte, si bien, las holguras de capacidad en el mercado laboral permanecerán amplias por la pérdida de

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

empleos y se asume que se mantendrá así por un periodo largo de tiempo, se incluye como supuesto que las mismas se irán reduciendo de manera gradual en la medida que vayan retomándose las actividades económicas en los distintos sectores. Con respecto al escenario más probable de las variaciones futuras de precios, tanto la proyección de la inflación total como de la inflación subyacente para el cierre del año se sitúan en 1,6% y 1,5%, respectivamente, por encima de las tasas pronosticadas en el trimestre anterior, acorde con una demanda interna que ha dado señales de recuperación con respecto a lo pronosticado preliminarmente y con un tipo de cambio que se ubica en un nivel mayor al previsto. La convergencia de la inflación a la meta de 4% se dará de manera paulatina hacia el tercer trimestre del 2022.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

| | 2019 | 2020(f) | 2021(f) | 2022(f) |
|--|------|---------|---------|---------|
| Inflación IPC promedio (*) | 2,4 | 1,7 | 3,7 | |
| Inflación IPC diciembre (**) | 2,8 | 1,6 | 3,7 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (***) | | | | 4,0 |
| Inflación IPC subyacente promedio (*) | 2,3 | 1,7 | 3,6 | |
| Inflación IPC subyacente diciembre (**) | 2,8 | 1,5 | 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 tercer trimestre de 2022.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación al escenario de riesgos, en el ámbito internacional, las perspectivas de crecimiento económico de diversos países han mejorado y se espera una recuperación más rápida que la anticipada en el IPoM de junio. La mejora se ha dado a consecuencia de los resultados más favorables de los indicadores de corto plazo y en una menor incertidumbre global. Si bien la situación de contagios de COVID-19 continúa empeorando en diversas regiones, los avances en tratamientos más eficientes y en los desarrollos de vacunas han contribuido a la mayor confianza en las economías. En Europa, se materializaron los riesgos de las segundas olas de contagios, no obstante, se han verificado menores tasas de fatalidad y las lecciones aprendidas han permitido evitar el paro total de actividades en diversos países. Por otro lado, ha resurgido el riesgo de un *Brexit* sin acuerdo, ante discrepancias recientes. En Estados Unidos, se aproximan las elecciones presidenciales, cuyo resultado podría tener implicancias en las medidas de política económica a ser implementadas.

En cuanto a los precios internacionales, se ha observado un comportamiento mixto recientemente, con un deterioro de los precios de metales preciosos y del petróleo, mientras que los *commodities* agrícolas han registrado incrementos en sus cotizaciones. Entre las materias primas más relevantes para la economía paraguaya, cabe resaltar la suba de los precios de la soja, que ha sido impulsada por la alta demanda de China y una revisión a la baja en la cosecha de 2020/2021 de Estados Unidos, el principal productor de la oleaginosa. Además, los riesgos derivados del fenómeno climático denominado “La Niña” podrían provocar disrupciones adicionales en la producción, reduciendo la oferta de soja. Por otra parte, las segundas olas de contagio de COVID-19 podrían deteriorar los precios del petróleo, de restringirse nuevamente la circulación de personas.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, se espera que los bancos centrales mantengan una política monetaria acomodaticia para seguir impulsando la recuperación de la economía y el empleo. En este sentido, la Reserva Federal de Estados Unidos, mediante su cambio de estrategia de política monetaria, garantizará niveles bajos de tasas de interés “por cierto tiempo” y luego buscará niveles de inflación moderadamente por encima del 2%. No obstante, persiste el riesgo de que un empeoramiento de la situación sanitaria a nivel global y/o un retraso en la obtención de una vacuna puedan

tener implicancias sobre la percepción de riesgo de los países emergentes y en desarrollo y, en consecuencia, sobre las condiciones de financiamiento externo.

En la región, persiste un elevado nivel de contagios del nuevo coronavirus, así como una alta tasa de letalidad. No obstante, el gradual retorno de actividades con medidas sanitarias ha permitido la mejora de los indicadores de actividad económica de corto plazo. Los resultados más favorables, reflejados en estos indicadores, con relación a lo anticipado explican un sesgo al alza en las perspectivas de crecimiento para la región, en concordancia con lo ocurrido a nivel mundial. Argentina ha sido una de las excepciones en la región, con un nuevo recorte en los pronósticos de crecimiento, sin embargo, cabe destacar los avances en la restructuración de su deuda, lo cual ha permitido mejorar la percepción de riesgo del país. En Brasil, las perspectivas de crecimiento han mejorado, no obstante, existen riesgos de largo plazo derivados del incremento sustancial de su deuda pública y de corto plazo, por la incertidumbre en torno a la continuación de apoyo fiscal para hacer frente a los efectos de la crisis sanitaria. Con respecto a Paraguay, si bien se ha acordado recientemente la reapertura gradual de las fronteras, un mayor deterioro de la economía brasileña o un mayor debilitamiento de su moneda frente al dólar podrían representar un lastre para la recuperación del comercio en las zonas fronterizas.

En el ámbito interno, un factor de riesgo tiene que ver con la evolución del clima en los próximos meses, en lo que respecta a la necesidad de lluvias, la cual será determinante en la producción agrícola, particularmente de la zafra sojera 2020/2021. Además, será gravitante para aumentar el caudal de los ríos, posibilitando una mayor generación de electricidad, al tiempo de influir favorablemente en el transporte fluvial de cargas. Finalmente, el comportamiento del clima también es clave para el desempeño de la ganadería en los siguientes meses. Al cierre del presente informe, las condiciones climáticas han mejorado parcialmente, al tiempo que se prevé también un buen nivel de precipitaciones para el mes de noviembre.

Por otra parte, desde inicios del mes de septiembre, la cantidad de nuevos casos de contagios por COVID-19 se ha estabilizado, contexto en el cual las autoridades han continuado con el repliegue de las medidas sanitarias para permitir nuevamente la entrada en operación de algunos sectores económicos que todavía estaban restringidos. Además, como se ha señalado, se ha dispuesto la reapertura gradual de las fronteras con Brasil. Estas acciones representan un factor positivo para la actividad económica y para la demanda, sin embargo, es preciso resaltar que aún no puede descartarse el riesgo asociado a una eventual aceleración del nivel de contagios que desemboque en una saturación del limitado sistema de salud, escenario en el cual, nuevas medidas de confinamiento focalizados podrían implementarse.

Decisiones de Política Monetaria

Reunión de julio

En la reunión de julio, el CPM había señalado que, en el plano internacional, se habían observado mejoras relativas en algunos indicadores económicos de corto plazo, luego del importante deterioro observado en los periodos de cuarentena total. Sin embargo, se esperaba una ralentización en el proceso de recuperación de las economías, con relación a lo previsto a inicios de la pandemia. En la región, se constataba una aceleración en los niveles de contagios de COVID-19, con lo que el panorama seguía complejo.

En el escenario doméstico, el Comité resaltó que, en línea con lo esperado, los indicadores de actividad económica registraron mejores resultados en mayo con respecto a lo observado en el mes previo. No obstante, los datos efectivos del mes de abril se ubicaron por debajo de lo previsto inicialmente. En cuanto a los precios, la inflación total y las medidas subyacentes se mantenían en niveles bajos y, de acuerdo con los distintos escenarios supuestos en los modelos de proyección, no se avizoraban presiones inflacionarias significativas para los próximos meses.

En este contexto, el CPM consideró adecuado mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, de manera a continuar brindando impulso a la economía, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta del 4,0% anual en el horizonte de política monetaria.

Reunión de agosto

En agosto, a nivel internacional, los indicadores económicos de corto plazo de economías avanzadas habían mostrado cierta mejora luego de las caídas significativas registradas en el periodo más severo de la pandemia de COVID-19 en dichos países. Además, los anuncios sobre avances en el desarrollo de tratamientos y de vacunas habían mejorado el comportamiento de las bolsas de valores, aunque la incertidumbre permanecía elevada. Por su parte, en la región, la situación epidemiológica seguía compleja, por lo cual las perspectivas económicas se mantenían deterioradas.

En el escenario doméstico, el CPM había señalado que, los indicadores de actividad económica verificaron un buen desempeño en junio, impulsado por la mejora de los subsectores de manufacturas, construcciones, ganadería y por la menor caída del sector terciario. No obstante, el aumento en el ritmo de contagios de COVID-19 y la implementación de una “cuarentena social” representaban un riesgo a la baja para la actividad económica y para la demanda en los próximos meses. En cuanto al nivel de precios, la inflación total y las medidas subyacentes habían verificado un repunte en el margen, aunque continuaban en niveles bajos.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, para seguir proveyendo impulso a la recuperación gradual de la demanda interna, garantizando la convergencia de la inflación a la meta del 4,0% anual en el horizonte de política monetaria.

Reunión de Septiembre

En la reunión de septiembre, el Comité había observado que, a nivel internacional, la corrección al alza en las perspectivas de crecimiento daba cuenta de que la profundidad del impacto de la pandemia sobre los países sería menor a la prevista inicialmente, lo cual era consistente con los niveles más favorables de los indicadores de corto plazo de actividad económica y con la moderación de la incertidumbre global. Sin embargo, la recuperación quedaba supeditada aún a la evolución de la pandemia de COVID-19 y a los avances en el desarrollo de vacunas. En la región, la situación epidemiológica continuaba deteriorada, aunque la actividad económica había mostrado ciertas señales de mejora en el margen.

En el plano doméstico, el CPM señaló que, los indicadores de corto plazo de actividad económica y demanda habían mostrado una mejor dinámica en los últimos meses, explicada por el repunte de las construcciones, de la industria manufacturera y una menor caída interanual en los servicios. En cuanto a los precios, la inflación total y las distintas medidas de tendencia de la inflación se mantenían en niveles bajos. No obstante, las expectativas de inflación para el



horizonte de política monetaria permanecían ancladas a la meta.

En este contexto, el CPM decidió nuevamente mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, de modo a seguir proveyendo estímulo a la economía, a fin de garantizar la convergencia de la inflación a la meta del 4,0% anual en el horizonte de política monetaria.

I. Entorno Internacional y Regional

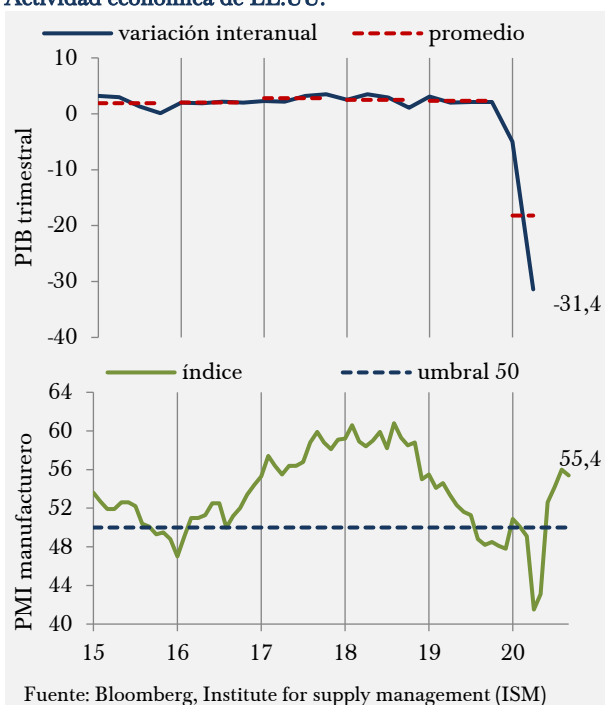
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Actividad económica de EE.UU.



Los desarrollos del entorno internacional durante el tercer trimestre de 2020 han sido marcados por una recuperación más rápida de lo anticipado en la actividad económica, luego de la flexibilización de los confinamientos. No obstante, se han dado segundas olas de contagios de COVID-19 junto con el retorno gradual de las actividades. Pese a esto, la incertidumbre global se ha moderado, en línea con los notables avances en los tratamientos y en los ensayos de las distintas vacunas. En este contexto, las perspectivas de crecimiento económico de algunas de las principales economías avanzadas, Estados Unidos y la Eurozona, y de las emergentes, China y Brasil, han sido revisadas al alza respecto al IPoM anterior. Para la economía mundial ha habido una leve corrección a la baja en el mismo periodo, impulsada por revisiones a la baja en otras economías, destacándose la de India. Así, se estima una caída del 3,9% del PIB mundial en 2020.

Las medidas de política monetaria en economías avanzadas y emergentes continúan con un perfil expansivo para apoyar la reactivación económica. En los mercados financieros internacionales, se observó un mayor dinamismo de las bolsas de valores durante el tercer trimestre. Por otra parte, los rendimientos de los bonos soberanos de EE.UU. mostraron una tendencia a la baja inicialmente, pero cerraron con un leve incremento respecto al trimestre anterior. En cuanto a los precios internacionales de materias primas, cabe destacar el repunte en las cotizaciones de diversos *commodities* agrícolas.

Actividad económica

Respecto al último IPoM, con datos disponibles al segundo trimestre de 2020, el PIB de Estados Unidos mostró una contracción histórica, con una tasa anualizada del -31,4%, muy por debajo de la tasa de -5,0% observada en el primer trimestre del año. Dicha reducción refleja los efectos de las medidas impuestas como respuesta a la pandemia del COVID-19 durante abril, y la posterior flexibilización parcial de las mismas en los meses de mayo y junio. Así, en el segundo trimestre del año, se pudo notar una contracción del gasto de los consumidores, las exportaciones, la inversión no residencial en activos fijos, la inversión privada

Gráfico I.2
Actividad económica de Eurozona

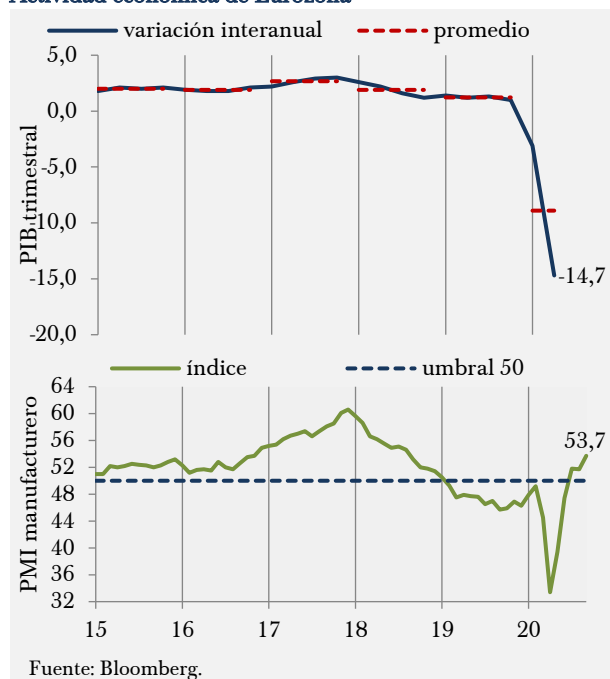
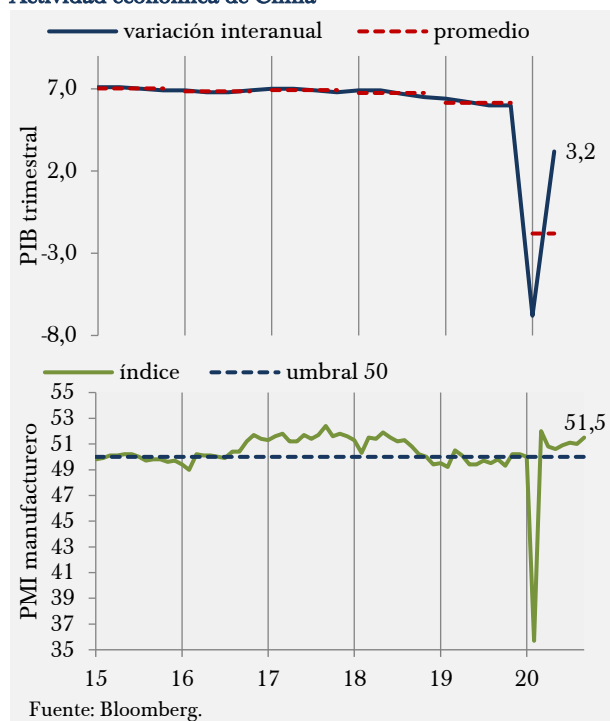


Gráfico I.3
Actividad económica de China



en inventarios, la inversión residencial en activos fijos y el gasto estatal y local del gobierno; parcialmente compensado por el incremento del gasto del gobierno federal y las reducciones en los niveles de importaciones. Al tercer trimestre, el mercado laboral siguió mostrando señales importantes de recuperación, puntualmente en los sectores de recreación, ventas minoristas, salud y asistencia social y servicios profesionales y empresariales. Por otro lado, el sector manufacturero permaneció en zona de expansión durante el tercer trimestre, alcanzando un nivel de 55,4 en septiembre debido a incrementos acelerados en la producción y nuevas órdenes, repercutiendo positivamente en el empleo (gráfico I.1). Esto se dio como consecuencia de la flexibilización de las medidas sanitarias y la reapertura de numerosos establecimientos correspondientes al sector manufacturero. Al mes de septiembre, si bien constituye una expansión por cuarto mes consecutivo, se pudo observar un nivel levemente inferior al observado en el mes de agosto, principalmente por una desaceleración en las nuevas órdenes y en la producción. En cuanto a las expectativas de crecimiento, se estima que la economía americana tenga una reducción del 4% del PIB en el 2020 (tabla I.1).

En el segundo trimestre de 2020, el PIB de la Eurozona, se redujo 14,7% en términos interanuales (gráfico I.2), mostrando un fuerte deterioro con respecto a la caída del 3,1% observada en el trimestre anterior; siendo la contracción más pronunciada en la serie desde 1995. La reducción en el gasto para consumo final de los hogares y en la formación bruta de capital fijo contribuyeron en gran medida a la caída constatada, y también se observó una incidencia negativa del sector externo y del gasto final del gobierno. Este efecto fue levemente atenuado por el cambio positivo verificado en inventarios. En cuanto al sector manufacturero, el mismo mostró signos de una fuerte recuperación en el tercer trimestre, permaneciendo en zona de expansión por tres meses consecutivos, con un PMI de 53,7 en el mes de septiembre, el mayor crecimiento en los últimos dos años. Este resultado favorable se encuentra explicado por una sostenida expansión de la producción y de las nuevas órdenes dada la evolución positiva de las exportaciones. Este crecimiento fue liderado por el repunte de actividad manufacturera en Alemania. Por otro lado, recientemente se ha verificado una segunda ola de contagios en la región, lo cual ha provocado una nueva desaceleración en el sector servicios en los meses de agosto y septiembre, en comparación al nivel observado en el mes de julio,

Gráfico I.4
Actividad económica de Brasil

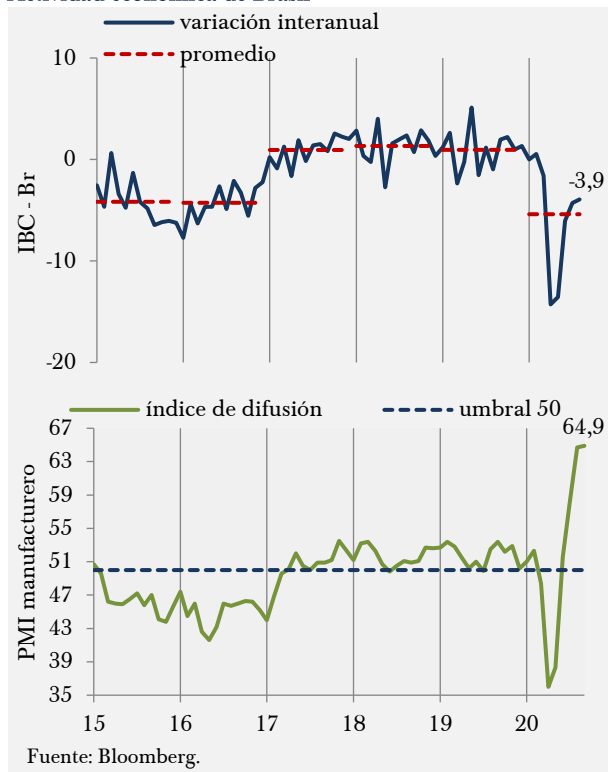
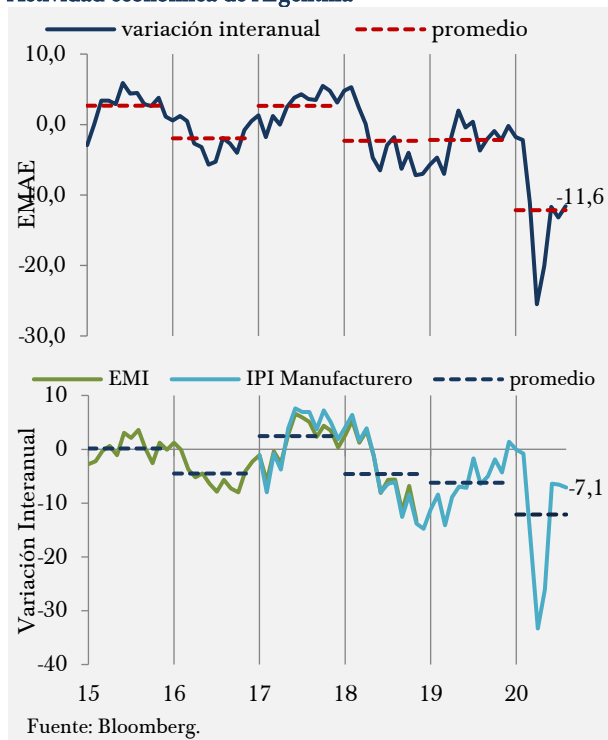


Gráfico I.5
Actividad económica de Argentina



ubicándose nuevamente en zona de contracción en el último mes. Teniendo en cuenta este escenario, respecto al IPoM anterior, las perspectivas de variación del PIB para la Eurozona apuntan a una tasa anual de -8,0% para 2020.

Por su parte, China se destaca por ser una de las pocas economías que al segundo trimestre del año presentó una variación positiva en su PIB, con una tasa interanual del 3,2%, luego de haber sufrido una contracción del 6,8% en el primer trimestre, como consecuencia de las estrictas medidas implementadas por el brote del COVID-19 (gráfico I.3). Dicha recuperación se encuentra explicada por un repunte principalmente del sector secundario, específicamente en las actividades de manufactura y construcción. En este periodo, las actividades de hoteles y restaurantes del sector servicios siguen siendo las más afectadas. En cuanto al desempeño del sector manufacturero, en el tercer trimestre de 2020 el índice se mantuvo en zona de expansión, cerrando el mes de septiembre en 51,5, mostrando claras señales de recuperación del sector. En cuanto a sus componentes, los índices de producción, nuevas órdenes y proveedores se mantuvieron por encima del umbral, mientras que los inventarios y el empleo siguen en zona de contracción. De esta manera, la estimación de crecimiento de la economía china es del 2,1% anual para 2020 (tabla I.1).

En Brasil, el PIB trimestral registró una reducción interanual del 11,4% en el segundo trimestre de 2020, muy por debajo de la reducción del 0,3% observada en el trimestre anterior. Este resultado se debió a las tasas de variación negativas históricas registradas en los sectores de servicios, industria, y construcción, atenuado por incrementos en el sector agropecuario. Por el lado de gasto, las caídas del consumo de hogares y la formación bruta de capital fijo explican la tasa de crecimiento. En el mes de agosto, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró una variación interanual del -3,9%, mostrando una mejora en comparación a las reducciones observadas en el trimestre anterior. El PMI manufacturero se ubicó en zona de expansión en septiembre de 2020, con un índice de 64,9, indicando una fuerte recuperación del sector en el tercer trimestre del año. Esto principalmente a consecuencia de un repunte sin precedentes en los niveles de producción y nuevas órdenes, y a su vez, a la vuelta a la zona de expansión de las exportaciones (gráfico I.4). Para el

Gráfico I.6
Inflación en EE.UU.

Variación interanual, porcentaje

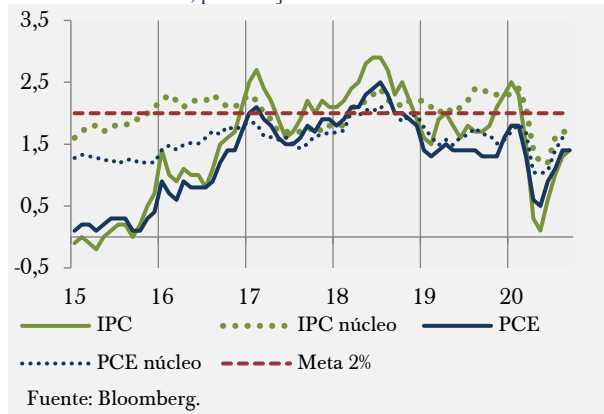


Gráfico I.7
Tasa de Política Monetaria en EE.UU. y Eurozona

Porcentaje

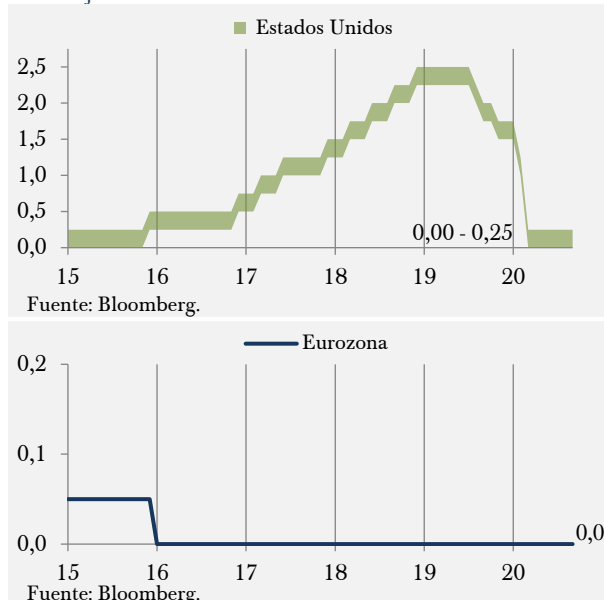
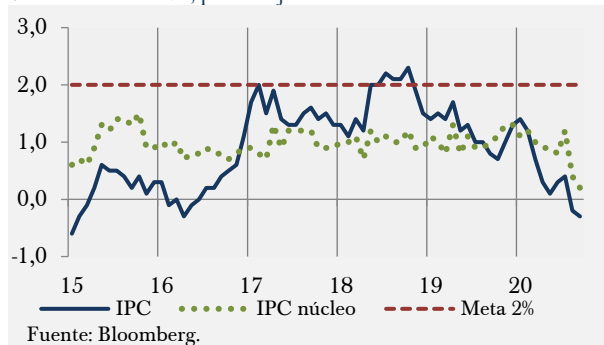


Gráfico I.8
Inflación en Eurozona

Variación interanual, porcentaje



presente año se espera que la economía brasileña se contraiga -5,3% anual.

En Argentina, la actividad económica ha continuado contrayéndose. El PIB del segundo trimestre registró una caída significativa del 19,1% interanual, reducción mucho más acentuada en comparación a la tasa de -5,2% presentada en el trimestre anterior. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una contracción del 11,6% interanual en agosto de 2020 (gráfico I.5). Las tasas de variación negativa observadas en impuestos netos de subsidios, transporte, comunicaciones y servicios son los que tuvieron mayor incidencia en dicha reducción. La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), continúa mostrando signos de deterioro, pero menos acentuados en comparación a las tasas de variación observadas en el trimestre anterior. En agosto de 2020, la producción manufacturera se redujo 7,1% interanual, principalmente a consecuencia de las disminuciones observadas en industrias metálicas básicas (industria siderúrgica), alimentos y bebidas y, prendas de vestir y calzados. 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 -11,5% para el 2020 (tabla I.1).

Inflación y Política Monetaria

En EE.UU., se ha notado una tendencia al alza de la inflación durante el tercer trimestre de 2020, en comparación al comportamiento observado en el trimestre anterior. En septiembre, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 1,4% en términos interanuales. Esto significó una aceleración importante con respecto al IPoM anterior, principalmente por incrementos en el precio de automóviles y una menor caída en los precios de la energía. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 1,7% interanual. En cuanto a la inflación, medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés), la misma aumentó en agosto en 1,4% interanual, y el PCE núcleo en 1,6% (gráfico I.6). Bajo este contexto, si bien se puede notar una tendencia al alza de la inflación en EE.UU., la misma aún muestra signos de moderación.

Gráfico I.9
Inflación en Brasil

Variación interanual, porcentaje

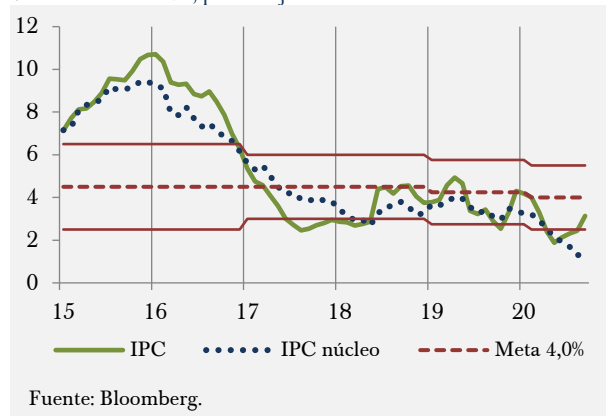


Gráfico I.10
Inflación en Argentina

Variación interanual, porcentaje

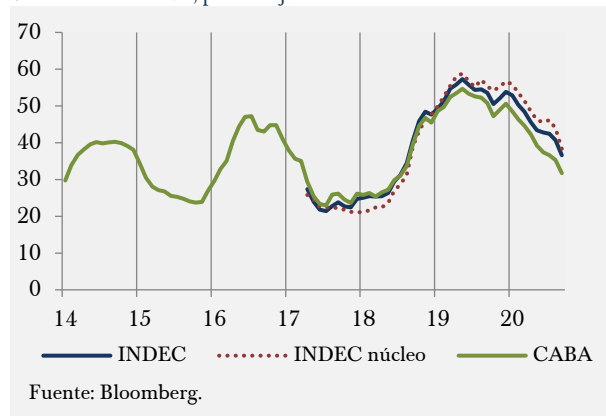
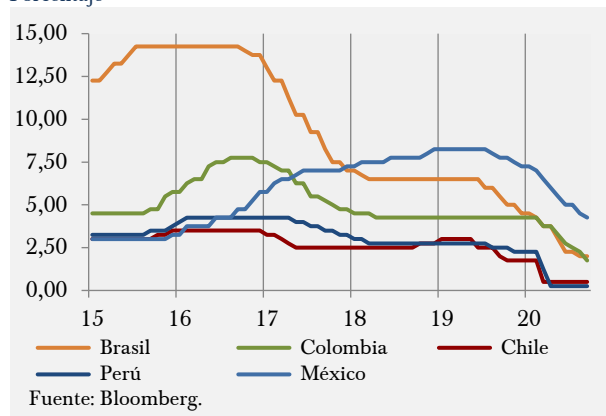


Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ha mantenido el rango objetivo de la tasa de fondos federales a 0% - 0,25%, teniendo en cuenta una demanda más débil y reducciones significativas en el precio del petróleo que mantienen una inflación menor a la de la meta del 2%. No obstante, las condiciones financieras han mejorado, reflejando las medidas implementadas para el apoyo de la economía y el acceso a créditos a hogares y empresas. Bajo el panorama económico actual, se espera que la Reserva Federal no realice modificaciones a las tasas de fondos federales hasta que las condiciones de empleo e inflación se adecuen a lo esperado (gráfico I.7). Además, a fines de agosto, la Reserva Federal (Fed) anunció ajustes en su estrategia, aclarando que buscará una inflación promedio de 2% en el tiempo y que compensará los periodos por debajo de ese umbral permitiendo un índice inflacionario mayor “por cierto tiempo”.

En la Eurozona, la tasa de inflación se ubicó en -0,3% interanual en septiembre de 2020, mostrando un nivel menor al observado en el segundo trimestre del año. Esta desaceleración se encuentra explicada por reducciones en los precios en el sector energético, bienes industriales no energéticos y en el sector servicios. Por otro lado, dicha reducción se vio atenuada por un leve incremento de los precios en alimentos, bebidas y tabaco. La inflación núcleo llegó al 0,2%, siguiendo también una trayectoria descendente. De manera similar a lo reportado en el IPoM anterior, todavía no se nota una convergencia de la inflación a la meta, con una tendencia incluso a la baja en el tercer trimestre (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 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). Se espera que dichas tasas se mantengan en los niveles actuales o incluso más bajos, teniendo en cuenta la dinámica proyectada para la inflación, que se prevé converja a niveles cercanos, pero más bajos a la meta de 2%. Adicionalmente, continúa el 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 3,1% interanual en septiembre de 2020, incrementándose respecto al cierre del

Gráfico I.12
Precios de *commodities*

Índices, enero 2012 = 100

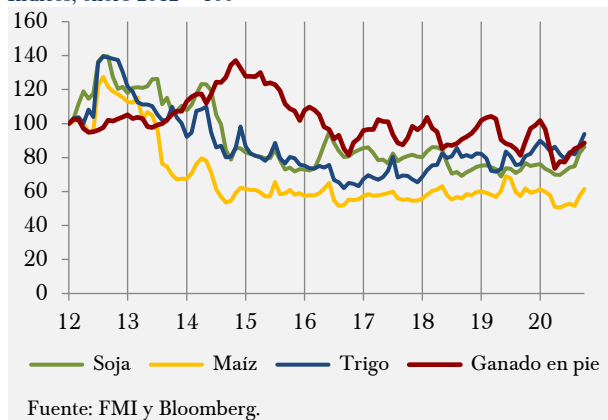


Gráfico I.13
Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

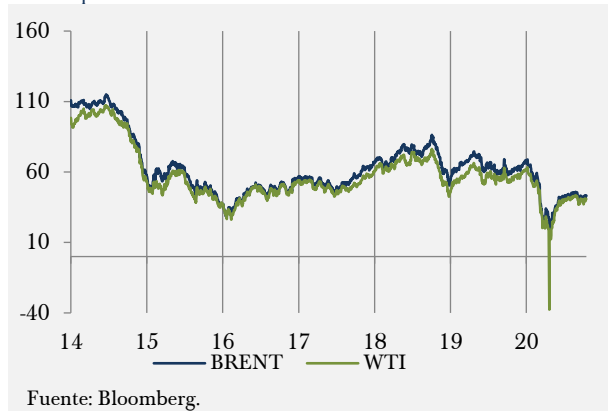


Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

Rendimientos (%)



trimestre anterior (2,1%). Este nivel de inflación se explica por un aumento observado en alimentos y bebidas, artículos del hogar, transporte y vestimenta. Por otro lado, los rubros de cuidados personales y educación mostraron reducciones. En cuanto a la inflación núcleo, la misma cerró con una tasa de variación interanual del 1,4% en septiembre. El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) redujo la tasa Selic a 2% en agosto, y la mantuvo en el mes de septiembre, a fin de apoyar la actividad económica, que, si bien muestra señales de recuperación en algunos sectores, otros permanecen mayormente afectados. Como medida adicional de política monetaria, se introdujo en agosto la utilización de un *forward guidance*, en búsqueda de ofrecer un estímulo monetario adecuado para alcanzar la meta de inflación; la cual se ubica en 4%, estableciendo un límite superior de 5,5% y un límite inferior de 2,5% para el año 2020 (gráfico I.9).

Respecto a Argentina, se nota una moderación de la inflación desde el último IPoM. Esta se situó en 36,6% interanual en septiembre de 2020, mostrando una reducción gradual respecto a las tasas observadas en el trimestre anterior (gráfico I.10). Por otra parte, la reconfiguración de la deuda argentina por un valor de 66 mil millones de dólares tuvo un impacto positivo en el riesgo país, con lo cual el 10 de septiembre el EMBI cayó casi un 50%. Posteriormente, el gobierno anunció medidas para garantizar una asignación eficiente de las divisas, desincentivando el uso de monedas extranjeras, lo cual provocó una mayor depreciación del peso argentino respecto al dólar americano. Adicionalmente, el Banco Central de la República Argentina mantuvo el límite inferior de la tasa de interés de Leliq en 38,0%, la cual había sido reducida en marzo de 2020 y se espera que se vuelva a disminuirla al 37,0% en el siguiente trimestre.

En otros países de la región, Colombia y México han reducido las tasas de política monetaria en 75 puntos básicos con relación al segundo trimestre de 2020, hasta situarlas en 1,75% y 4,25% anual, respectivamente. Por su parte, Chile y Perú mantuvieron sus tasas en 0,5% y 0,25%, respectivamente a lo largo del tercer trimestre. Los bancos centrales de la región continúan adoptando una política monetaria acomodaticia, teniendo en cuenta las bajas presiones inflacionarias, con el propósito de estimular la actividad económica (gráfico I.11).

Gráfico I.15

Mercados bursátiles internacionales

Índices, enero 2015 = 100

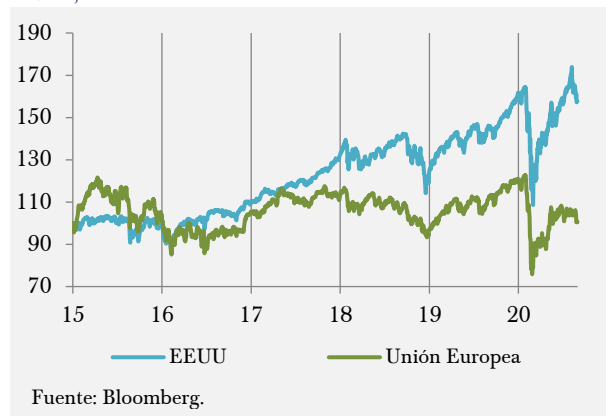
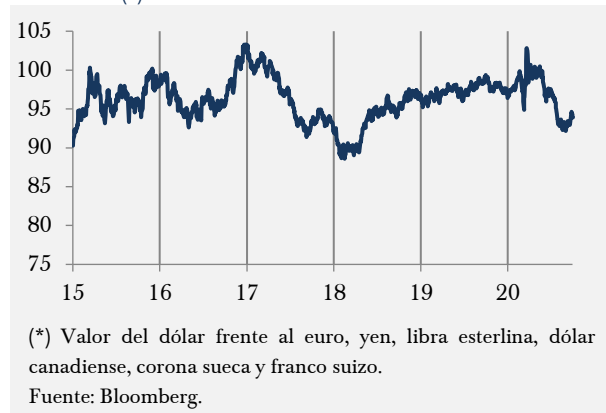


Gráfico I.16

Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales

Índice DXY (*)



Materias primas

Los *commodities* agrícolas han mostrado un repunte en sus cotizaciones al cierre del tercer trimestre del año. El precio de la soja en Chicago se ha incrementado en 15% al mes de septiembre respecto al IPoM anterior. Este comportamiento se encuentra explicado principalmente por las expectativas de una menor producción de EE.UU., y condiciones climáticas adversas que podrían afectar los niveles de producción a nivel global. Asimismo, se ha notado un incremento en las cotizaciones del trigo (10,2%), el maíz (10,4%) y ganado en pie (11,7%) respecto al último IPoM. De esta manera, se espera que estos niveles se mantengan o incluso sigan su tendencia al alza, teniendo en cuenta un aumento del nivel de la demanda de productos primarios y las expectativas de un menor nivel de producción (gráfico I.12).

En cuanto a los precios internacionales del petróleo, el Brent ha sufrido una leve reducción, coincidente con una ralentización del crecimiento de la demanda global; mientras que el WTI, por otro lado, mostró una variación positiva con respecto al IPoM anterior, relacionada a una menor producción de Estados Unidos. Si bien se mantiene un menor nivel de producción, las nuevas restricciones impuestas por nuevos rebotes de COVID-19 ejercieron una presión a la baja de los precios. En comparación a los precios observados al cierre del trimestre anterior 2019, el precio del petróleo Brent disminuyó 0,5%, mientras que el de WTI se incrementó 2,4%. En el corto plazo, se esperan menores niveles en inventarios para la segunda mitad del 2020 y durante el 2021, lo que llevaría a una lenta recuperación en el mercado (gráfico I.13).

Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años se han incrementado levemente, en promedio, con respecto al IPoM anterior. Esto se ha dado como resultado de la incertidumbre que, si bien se ha reducido, sigue latente, teniendo en cuenta el mejor desempeño de indicadores económicos, pero con un panorama menos claro acerca de las negociaciones de un nuevo paquete de estímulos y los resultados de las elecciones presidenciales en noviembre (gráfico I.14).

Los principales índices de bolsas de EE.UU. y de la Eurozona han mostrado una trayectoria ascendente desde el último IPoM. En EE.UU., se observan signos de recuperación de los indicadores de desempeño del mercado bursátil, impulsados por los resultados alentadores de los indicadores económicos. Con esto, se pudo observar un incremento del 8,5% del S&P500 a fines de septiembre con respecto al IPoM anterior. Por otro lado, si bien el Euro STOXX 50 ha mostrado una tendencia al alza a lo largo del tercer trimestre del año, en la última semana del mes de septiembre ha mostrado señales de desaceleración, cerrando el trimestre con una reducción del 1,3% con respecto al IPoM anterior. Dicha volatilidad se encuentra explicada, en parte, por la incertidumbre relacionada a la crisis sanitaria, luego de una segunda ola de contagios y nuevas medidas de restricción (gráfico I.15).

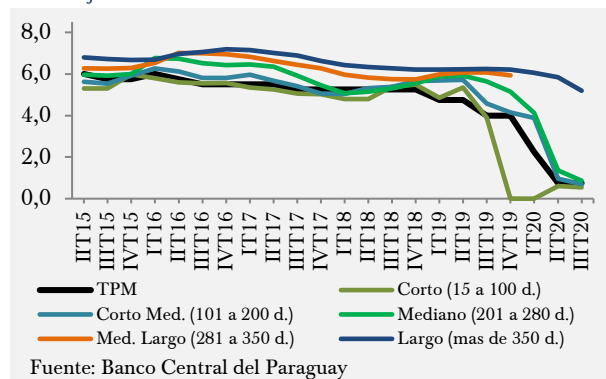
En comparación con el IPoM anterior, la cotización promedio del dólar medida por el índice DXY se depreció 3,6%. Este comportamiento se encuentra explicado en parte por un fortalecimiento de las demás monedas, y por las expectativas favorables con respecto a un nuevo paquete de estímulos para aliviar los efectos negativos de la crisis del COVID-19 (gráfico I.16).

II. Mercados Financieros

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y de IRM

Porcentaje



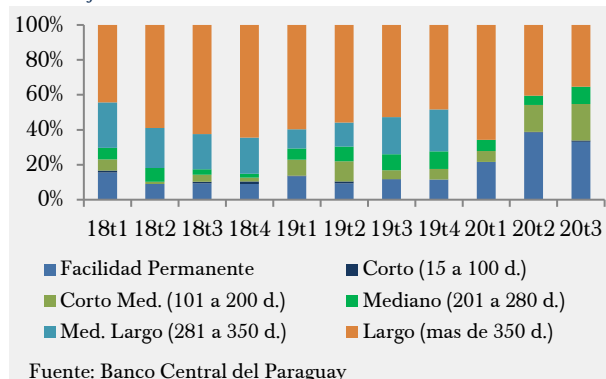
Política Monetaria

En el plano internacional, los indicadores de corto plazo de las economías avanzadas han mostrado cierta mejora luego de las caídas significativas registradas en el periodo más severo de la pandemia, donde la corrección al alza en las perspectivas de crecimiento señala que la profundidad del impacto de la pandemia sobre los países sería menor a la prevista inicialmente. Por su parte, en la región, la situación epidemiológica continúa deteriorada, aunque la actividad económica ha mostrado ciertas señales de mejora en el margen.

Gráfico II.2

Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días

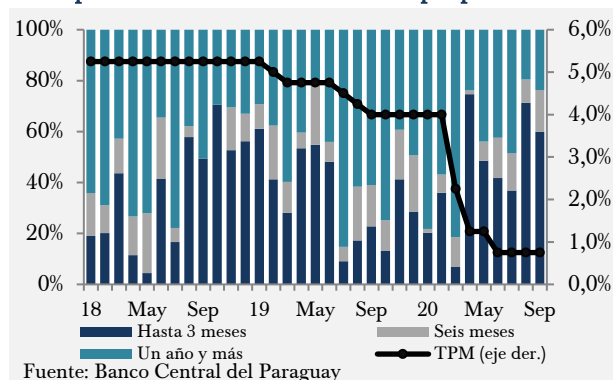
Porcentaje



En el escenario doméstico, los indicadores de actividad económica verificaron un buen desempeño principalmente durante los meses de junio y julio, impulsado por la mejora de los subsectores de manufacturas, construcciones, ganadería y por la menor caída del sector servicios. En cuanto al nivel de precios, la inflación total y las medidas subyacentes, se han mantenido en niveles bajos. Por su parte, las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria han permanecido ancladas a la meta.

Gráfico II.3

Participación en la demanda de las LRM por plazos



En este contexto, el Comité de Política Monetaria (CPM) decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 0,75% durante el tercer trimestre, con el objetivo de seguir proveyendo un estímulo monetario a la economía y garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección.

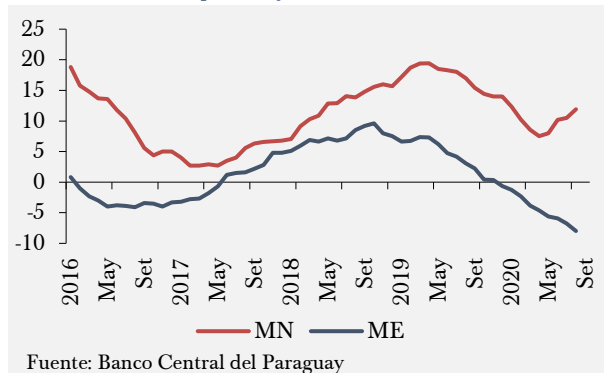
Además, cabe mencionar que prosigue la vigencia de las otras acciones implementadas para atenuar el impacto de los efectos económicos de la pandemia: medidas de apoyo a la liquidez y medidas de flexibilización financiera.

Instrumentos de Regulación Monetaria

En el tercer trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de Corto Mediano plazo (101 a 200 días), Mediano plazo (201 a 280 días) y los de Corto plazo (15 a 100 días), en detrimento de los demás plazos. Así, la participación en el tercer trimestre del Corto Mediano plazo fue de 18%, del Mediano plazo fue

Gráfico II.4
Evolución del Crédito

Variación interanual, porcentaje



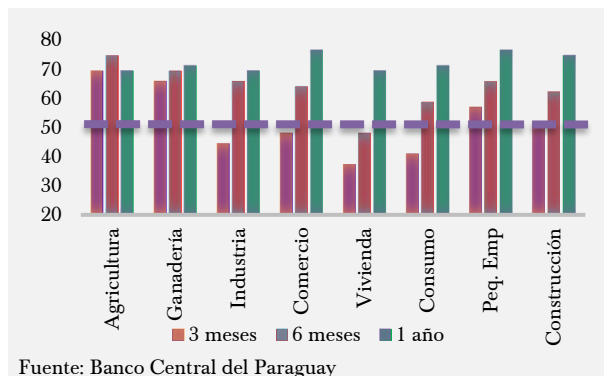
Fuente: Banco Central del Paraguay

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

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



Fuente: Banco Central del Paraguay

de 8,4% y del Corto plazo fue de 0,5%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 5,16 p.p., 4,09 p.p. y 0,26 p.p. para el Corto Mediano plazo, el Mediano plazo y el Corto plazo, respectivamente, con relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.2).

Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo 7,5% con relación al segundo trimestre de 2020, explicado por la disminución de la Facilidad Permanente (-5,58 p.p.) y la reducción de las colocaciones en títulos de Largo plazo (-5,60 p.p.), mientras que las corto, corto mediano y mediano plazo tuvieron una incidencia positiva.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), se observó un mayor apetito por los instrumentos de hasta 3 meses. Así, en el tercer trimestre de 2020, la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 56,8% del total, de 6 meses representó el 13,3% y la de 1 año y más representó el 29,9% (gráfico II.3).

Condiciones Financieras

Desde el IPoM anterior, los créditos totales han continuado expandiéndose (7,7% interanual) a un ritmo superior al de los meses previos, explicado por la aceleración de los préstamos en moneda local, que ha logrado compensar la caída de los préstamos en moneda extranjera.

De esta forma, en agosto de 2020, los créditos en moneda nacional crecieron a una tasa interanual de 11,9%, superior a la tasa registrada en mayo (8,0%) y los créditos en moneda extranjera han mostrado una disminución de 8,0% interanual, inferior a la caída de 5,6% observada en mayo 2020 (gráfico II.4).

Por otro lado, los resultados de la Encuesta sobre la Situación General del Crédito del segundo trimestre del año 2020 muestran que solamente el 4% de los encuestados considera que la situación actual es óptima para el otorgamiento de créditos (gráfico II.5). Los resultados de la Encuesta del primer y segundo trimestre del 2020 reflejan las consecuencias económicas que han tenido la pandemia y las medidas sanitarias tomadas para contenerla. Debe mencionarse que estas medidas para contener el COVID-19 ya se han flexibilizado y esto eventualmente podría afectar positivamente a los resultados de las siguientes encuestas.

Gráfico II.7

Volumen negociado en la BVPASA

En miles de millones de guaraníes

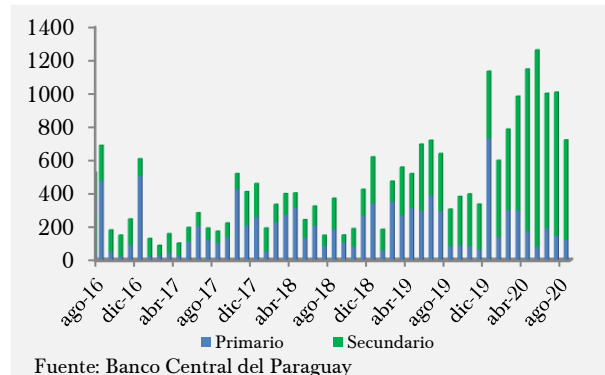


Gráfico II.8

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2017=100

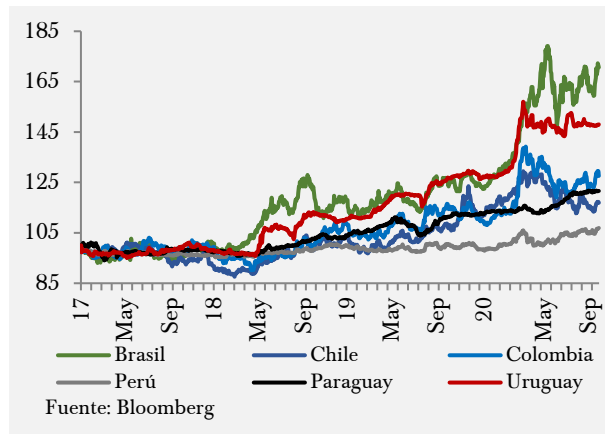
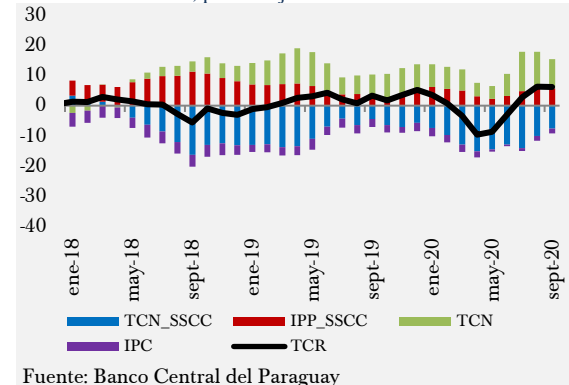


Gráfico II.9

Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



Por su parte, las expectativas para la concesión del crédito por sectores se encuentran en su mayoría en la zona de expansión para los próximos 3, 6 y 12 meses, salvo las expectativas de crédito para los próximos 3 meses para los sectores de Industria, Comercio, Vivienda y Consumo que se ubicaron en la zona de contracción al igual que las expectativas de concesión de créditos para la vivienda para los próximos 6 meses (gráfico II.6).

Mercado Bursátil

Al mes de agosto, el volumen negociado en bolsa registró un incremento interanual del 82,96%. Este crecimiento se explica por el aumento de las operaciones de reporto (1130,08%) y de las operaciones de derivados (71,25%). Por su parte, las operaciones de renta fija y renta variable disminuyeron en relación al año pasado (-17,24% y -19,54% respectivamente).

Del total negociado hasta agosto del presente año, el 19,29% correspondió a transacciones en el mercado primario y 80,71% al mercado secundario (gráfico II.8).

La distribución de las transacciones en la bolsa es la siguiente: operaciones de reporto 58,12%, operaciones de renta fija 39,34%, operaciones de renta variable 1,39%, y operaciones de derivados 1,15%.

Las operaciones de reporto registradas desde enero hasta agosto del presente año registraron movimientos por valor de 4.358.653 millones de guaraníes, lo que representa un incremento de 1.130,75% con respecto al acumulado a agosto del 2019. El incremento ha sido especialmente pronunciado desde marzo, siendo mayo el mes con el mayor movimiento del año.

A agosto del 2019, las operaciones de reporto representaban el 8,64% de las operaciones en bolsa, sin embargo, a agosto del 2020 las operaciones de reporto se incrementaron hasta alcanzar el 58,12% de las operaciones totales de bolsa.

Este fuerte crecimiento de las operaciones de reporto se explica por la alta demanda de liquidez, que les impulsó a las empresas a recurrir a la bolsa de valores.

En agosto, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en

10,15% anual, mientras que la tasa en moneda extranjera se ubicó en 6,50% anual.

Tipo de cambio

En el tercer trimestre del año, la mayoría de las monedas de la región se han depreciado con respecto a las cotizaciones registradas a finales del trimestre anterior, como el peso uruguayo (2,84%), el guaraní (2,71%), el real brasileño (2,62%), el peso colombiano (1,94%) y el sol peruano (1,73%). En contrapartida, el peso chileno se apreció 4,53% en el mismo periodo.

Por otra parte, en septiembre de 2020, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 5,0% con respecto al mismo mes del año pasado, debido principalmente a la depreciación del tipo de cambio local y la inflación de los socios comerciales (gráfico II.9).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

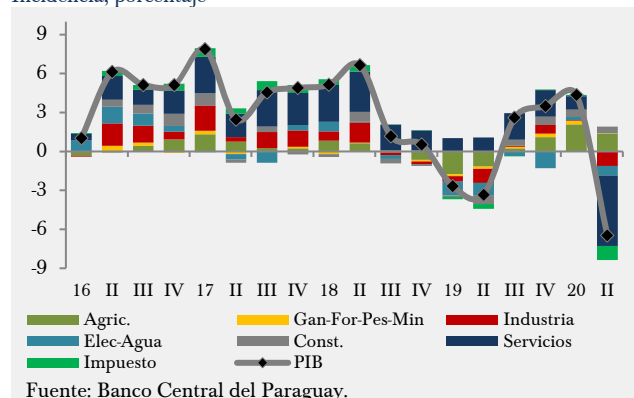
| Sectores | Pond. 2019 | 2019 | | | | 2020 | |
|---------------------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | I | II | III | IV | I | II |
| Agricultura | 7,9 | -14,6 | -13,2 | 4,3 | 17,5 | 19,7 | 17,5 |
| Gan., for., pesca y min. | 3,0 | -5,4 | -6,1 | 3,1 | 9,2 | 9,3 | 0,4 |
| Industria | 19,1 | -2,2 | -5,6 | 0,4 | 3,4 | 0,3 | -6,0 |
| Electricidad y agua | 7,2 | -11,9 | -12,0 | -4,6 | -15,2 | 3,2 | -10,4 |
| Construcción | 6,1 | -2,4 | -11,2 | 7,2 | 11,3 | 9,7 | 9,0 |
| Servicios | 49,1 | 2,3 | 2,3 | 4,2 | 4,1 | 2,2 | -10,9 |
| Impuestos a los productos | 7,5 | -2,4 | -4,8 | -0,3 | 0,7 | 1,5 | -14,3 |
| PIB Total | 100,0 | -2,7 | -3,3 | 2,6 | 3,5 | 4,4 | -6,5 |
| PIB sin Agric. y sin Bin. | 87,5 | 0,4 | -1,7 | 3,1 | 4,3 | 2,7 | -8,1 |

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.1

PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

| Componentes | Pond. 2019 | 2019 | | | | 2020 | |
|------------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | I | II | III | IV | I | II |
| Demanda Interna | 98,5 | -1,6 | -3,7 | 2,9 | 5,3 | 5,7 | -8,1 |
| Consumo hogares | 65,2 | -0,2 | 0,4 | 2,8 | 2,2 | 1,7 | -7,5 |
| Consumo gobierno | 11,5 | 4,3 | 5,7 | 5,3 | 5,0 | 6,7 | 0,1 |
| FBK* | 21,9 | -7,4 | -19,4 | 2,2 | 15,8 | 15,5 | -14,9 |
| FBKF | 18,0 | -7,4 | -16,1 | -3,7 | 0,7 | 5,7 | 0,7 |
| Exportaciones | 35,0 | -3,8 | -4,0 | 0,9 | -4,6 | -4,6 | -20,8 |
| Importaciones | 33,5 | -0,6 | -5,2 | 1,8 | 0,2 | -1,6 | -27,3 |
| PIB Total | 100 | -2,7 | -3,3 | 2,6 | 3,5 | 4,4 | -6,5 |

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

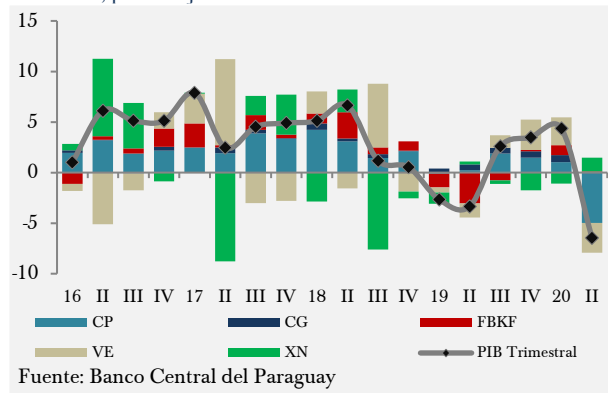
Con la implementación de las medidas sanitarias para contener la propagación de COVID-19, los indicadores del sector real se han deteriorado significativamente en el segundo trimestre de 2020. En dicho periodo, el PIB registró una variación interanual de -6,5% (-3,3% en el segundo trimestre del 2019). Por el lado de la oferta, este resultado fue explicado por el desempeño desfavorable de los servicios, algunas ramas de la industria manufacturera y la generación de energía eléctrica. Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia negativa fueron el consumo privado y la formación bruta de capital. Con este resultado, la tasa de variación acumulada al primer semestre de 2019 se ubicó en -0,9%.

El sector de los servicios mostró un desempeño desfavorable, principalmente debido a las medidas sanitarias aplicadas para atenuar el impacto de COVID-19. En el segundo trimestre, el sector registró una contracción de 10,9% en términos interanuales. En este comportamiento han incidido negativamente el comercio, los servicios a los hogares, los restaurantes y hoteles, los servicios a las empresas y el transporte. En contrapartida, las telecomunicaciones, la intermediación financiera y los servicios gubernamentales presentaron un desempeño positivo. Al cierre del primer semestre, el sector acumula una variación negativa de -4,4%.

Por su parte, la actividad manufacturera presentó una variación interanual de -6,0% explicada por el menor desempeño de la producción de productos textiles y prendas de vestir, bebidas y tabaco, productos del papel, industria de la madera, productos químicos, cueros y calzados, maquinarias y equipos, metales comunes y otras industrias manufactureras. No obstante, se observaron resultados positivos en la producción de carnes, aceites, lácteos, minerales no metálicos, molinerías y panaderías. La tasa de variación acumulada para este sector fue de -2,7% al cierre del primer semestre.

El sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una variación interanual de -10,4%. El desempeño desfavorable del trimestre sigue siendo explicado por la menor producción de energía eléctrica por parte de las

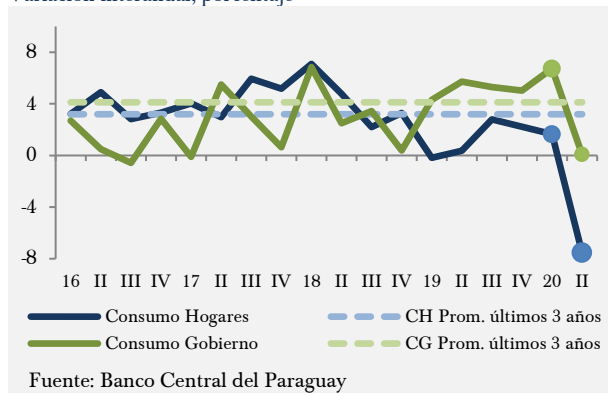
Gráfico III.2
PIB: Componentes de Demanda
Incidencia, porcentaje



binacionales, debido al menor caudal hídrico del río Paraná. Asimismo, la distribución de electricidad y agua también ha verificado comportamiento a la baja al compararlo con el mismo trimestre del 2019. La variación acumulada del sector al primer semestre se ubicó en -3,1%.

Por su parte, el sector agrícola presentó un incremento de 17,5% con respecto al mismo trimestre de 2019 (según los últimos registros oficiales del MAG), explicado por los mejores niveles de producción de la soja en la campaña 2019/2020, acompañados de otros rubros agrícolas como la caña de azúcar, arroz, maíz, yerba mate y canola. No obstante, estos resultados han sido parcialmente atenuados por las variaciones negativas registradas en la producción de trigo y mandioca. Al cierre del primer semestre, el sector acumula una variación de 18,8%.

Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje



Así también, el sector de la construcción presentó una variación de 9,0% en el segundo trimestre de 2020. El desempeño de la actividad estuvo influenciado principalmente por el mayor dinamismo observado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. En este escenario, se ha registrado un importante crecimiento en la demanda de los principales insumos empleados por el sector, como el cemento y el asfalto. El sector acumula un crecimiento de 9,4% al primer semestre de 2020.

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



Por último, el sector de la ganadería, forestal, pesca y minería presentó una variación interanual de 0,4% en el segundo trimestre. Este resultado está explicado principalmente por el mayor nivel de faenamiento de ganado bovino y de aves, así como crecimientos en la minería (lo cual está vinculado en gran medida al mayor dinamismo de la construcción), y la producción de otros productos pecuarios. Sin embargo, este crecimiento se vio atenuado por el desenvolvimiento desfavorable de las actividades relacionadas a los productos forestales y la pesca. Con este resultado, la variación acumulada del sector al primer semestre se situó en 4,8%.

Desde la perspectiva del gasto, en el segundo trimestre de 2020, la disminución del PIB ha estado relacionada principalmente a la retracción de la demanda interna (-8,1%). Los componentes con mayor reducción interanual han sido el consumo total (-6,4%) y la formación bruta de capital (-14,9%).

Al desagregar el consumo total, el consumo privado ha verificado una caída interanual de -7,5%, debido

Gráfico III.5

Indicador del sector construcción

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

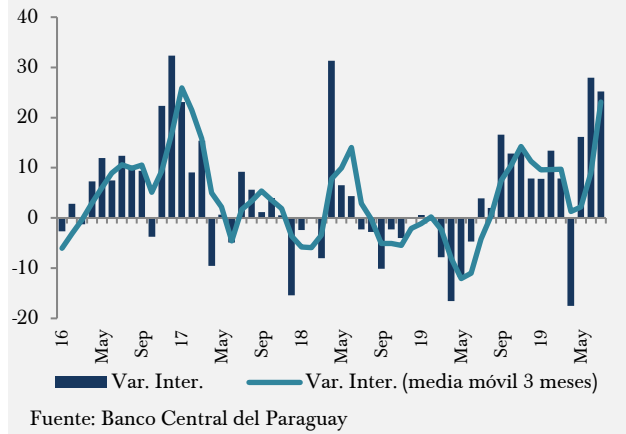


Gráfico III.6

Indicador de la inversión total

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje

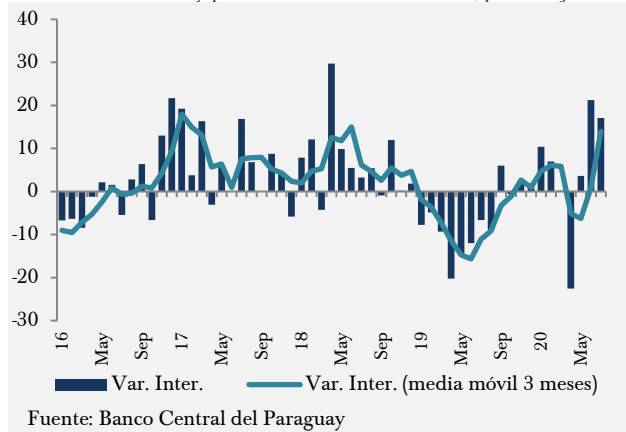
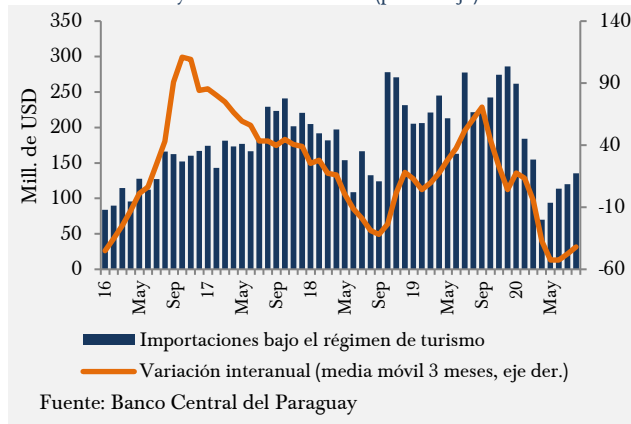


Gráfico III.7

Importaciones bajo el régimen de turismo

Valores nominales y variación interanual (porcentaje)



fundamentalmente a una disminución en los gastos en servicios, en especial los relacionados con la recreación, educación y salud, afectados significativamente por las medidas de distanciamiento social. También los gastos en bienes no durables (que incluyen principalmente alimentos y combustibles) registraron una variación negativa, al igual que los gastos en bienes durables, que incluyen compras de electrodomésticos y vehículos automotores. Por su parte, el consumo público verificó un leve crecimiento de 0,1% en términos interanuales, mostrando esta trayectoria positiva por décimo tercer trimestre consecutivo.

La formación bruta de capital fijo (FBKF), en cambio, mostró una variación interanual ligeramente positiva de 0,7% con respecto al mismo trimestre de 2019. Este desempeño ha estado influenciado, principalmente, por el mayor nivel de las construcciones. Sin embargo, la inversión en maquinarias y equipos y productos metálicos han mostrado desenvolvimientos negativos, atenuando este crecimiento.

Por el lado de la demanda externa, la exportación de bienes y servicios presentó una disminución interanual de -20,8%, resultado que se explica por las reducciones observadas en las exportaciones de energía eléctrica (por la menor producción) y la reducción de las reexportaciones (régimen de turismo). Sin embargo, la soja y la carne han registrado comportamientos positivos atenuando la caída en las exportaciones totales. A su vez, las importaciones de bienes y servicios se han reducido interanualmente 27,3%, debido a menores niveles de importaciones registrados principalmente en maquinarias y equipos, combustibles y lubricantes y vehículos automotores. Con estos resultados, la demanda externa neta registró una tasa interanual de 38,5%.

De esta manera, la demanda interna ha sido el componente que más ha incidido en la disminución del PIB en el segundo trimestre de 2020, con -7,8 puntos porcentuales (p.p.), principalmente debido al consumo total, que registró una incidencia negativa de -5,0 p.p. y a la FBK con -2,9 p.p. de incidencia. Por otro lado, la demanda externa incidió positivamente en el PIB con 1,4 p.p.

Finalmente, conforme a los indicadores de corto plazo, la actividad económica ha mostrado un mejor desempeño durante el tercer trimestre del año, consistente con la reapertura gradual de los sectores económicos. Asimismo, los indicadores por el lado del gasto también han repuntado en

Gráfico III.8

Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB

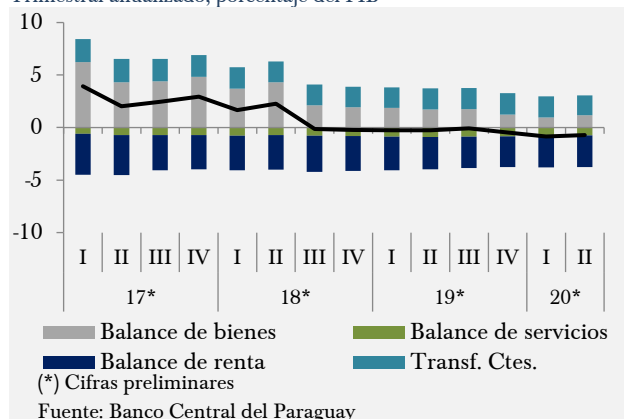


Tabla III.3

Cuenta Corriente

| | 2018* | 2019* | 2020 (f) |
|---------------------------------------|--------------|---------------|--------------|
| Cuenta Corriente (mill de USD) | -67,3 | -211,6 | 255,5 |
| Balanza Comercial | 813,1 | 450,9 | 902,5 |
| Exportaciones | 13.730,6 | 12.701,9 | 11.132,0 |
| Importaciones | -12.917,5 | -12.251,0 | -10.229,5 |
| Servicios | -333,6 | -324,6 | -230,0 |
| Renta | -1.348,2 | -1.132,6 | -1.110,1 |
| Transferencia Corriente | 801,5 | 794,6 | 693,1 |
| Cuenta Corriente (% PIB) | -0,2 | -0,5 | 0,7 |

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

los últimos meses. La recuperación de algunas actividades se ha ubicado por encima de la prevista en el IPoM de junio, contexto en el cual, la estimación de la caída del PIB para el 2020 se ha reducido.

Cuenta Corriente³

Con relación a la balanza comercial, las estimaciones previstas para las exportaciones totales se mantienen en niveles similares a lo proyectado en el informe anterior. Si bien las exportaciones registradas marcan un buen dinamismo, por el mejor desempeño en algunos de los principales productos como la soja y la carne bovina, acompañados por la recuperación de harina, aceite de soja y cereales, las reexportaciones (productos comercializados bajo el régimen de turismo) continúan con caídas pronunciadas, producto del deterioro del comercio de frontera, en razón de las medidas sanitarias implementadas en la lucha contra el COVID-19. La reapertura del puente de la amistad es una buena noticia para el sector y se espera una paulatina recuperación en los últimos meses del año. Sin embargo, otro producto importante como la energía eléctrica, no se ha recuperado en los niveles esperados conforme a los últimos datos disponibles, y se procedió a una revisión a la baja.

Para las importaciones se ha realizado un leve ajuste de las estimaciones previstas en el informe anterior. Si bien se espera una recuperación en el ingreso de productos bajo el régimen de turismo (para reexportación) en lo que resta del año, las fuertes caídas de los precios implícitos inciden en esta revisión.

En este escenario, las exportaciones cerrarían el año con una reducción en sus valores en el orden del 12,4% y las importaciones con una retracción en torno al 16,5%. La cuenta corriente para el año 2020 prevé un cierre con un superávit mayor al estimado en el informe anterior (consecuencia del ajuste principalmente de la balanza de rentas) en el orden de USD 256 millones (0,7% del PIB).

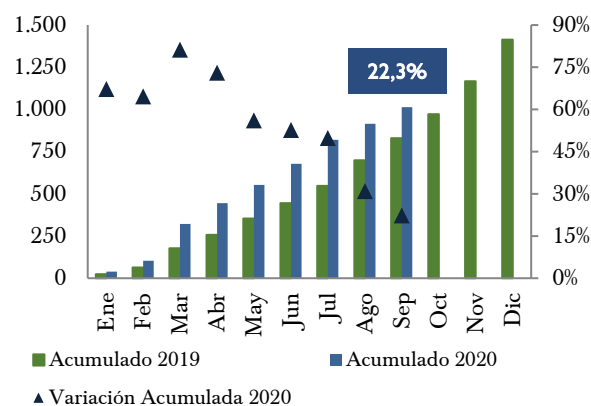
³ Conforme a la presentación de los resultados finales de los datos de Inversión Extranjera Directa, los saldos en la cuenta corriente del 2018 y 2019 fueron ajustados de USD -69,9 millones a USD -67,3 millones (-0,2% del PIB) para el año 2018 y de USD -385,5 millones a USD -211,6 millones (-0,5% del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

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

| | Sept. 2019 | Sept. 2020 | Variación (%) |
|--|---------------|---------------|------------------|
| Ingreso total recaudado | 25.036 | 23.281 | -7,0% |
| Ingresos tributarios | 17.752 | 16.206 | -8,7% |
| Contrib. sociales | 1.669 | 1.907 | 14,3% |
| Donaciones | 842 | 843 | 0,2% |
| Otros ingresos | 4.773 | 4.325 | -9,4% |
| Gasto total obligado | 23.898 | 27.224 | 13,9% |
| Remuneración a los empleados | 11.304 | 12.053 | 6,6% |
| Uso de bienes y servicios | 2.359 | 2.390 | 1,3% |
| Intereses | 1.607 | 1.970 | 22,5% |
| Donaciones | 3.470 | 3.133 | -9,7% |
| Prestaciones sociales | 4.063 | 6.702 | 65% |
| Otros gastos | 1.094 | 976 | -10,8% |
| Balance operativo | 1.138 | -3.943 | |
| Adquisición neta de activos no financieros | 4.156 | 5.084 | 22,3% |
| Prést./end neto | -3.018 | -9.028 | |

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).

Finanzas públicas

Desde el último IPoM, en línea con la recuperación de la actividad económica y de la demanda, los ingresos del fisco han repuntado, aunque considerando la recaudación acumulada, todavía se encuentra por debajo de los niveles del 2019. La variación acumulada de los ingresos totales se ubicó en -7%, una caída menor a la observada al mes de junio (-12,5%). Esta mejora se explica por los ingresos tributarios, que luego de verificar una variación acumulada de -15,4% al mes de junio, la misma se situó en -8,7% al mes de septiembre. De la misma manera, la caída acumulada de la línea de otros ingresos (incluye a los ingresos provenientes de las regalías y compensaciones de Itaipú y Yacyretá) se redujo de 18,3% (junio) a 9,4% (septiembre) (Tabla III.4).

Por su parte, el gasto total obligado creció 13,9% al mes de septiembre, mayor a la tasa observada al mes de junio (9,9%). El resultado observado en el año se explica principalmente por el aumento de las transferencias sociales efectuadas en el marco de las medidas de mitigación del impacto económico de la pandemia sobre los hogares. A septiembre, las prestaciones sociales registraron una expansión acumulada de 65%. Asimismo, las remuneraciones a los empleados se han incrementado (6,6%), debido fundamentalmente a la contratación de personal para el área de salud, como así también por el pago de bonificaciones y gratificaciones al personal de blanco.

Con relación a los desembolsos vinculados a la inversión pública, luego de la importante dinámica observada en el primer semestre, la misma se ha frenado recientemente por una menor disponibilidad de recursos, a la espera del segundo desembolso del préstamo programático del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por un monto de USD 150 millones. De esta manera, la variación acumulada a septiembre, si bien sigue siendo positiva (22,3%) es menor a la verificada al mes de junio (37,4%).

Finalmente, al mes de septiembre, el resultado operativo y el resultado global se ubicaron en -1,6% y -3,8% del PIB y en términos anualizados se situaron en -2,0% y -5,3% del PIB.

Gráfico III.10
Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

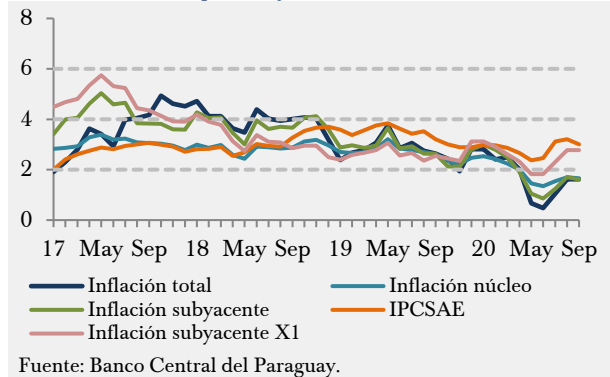


Gráfico III.11
Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje

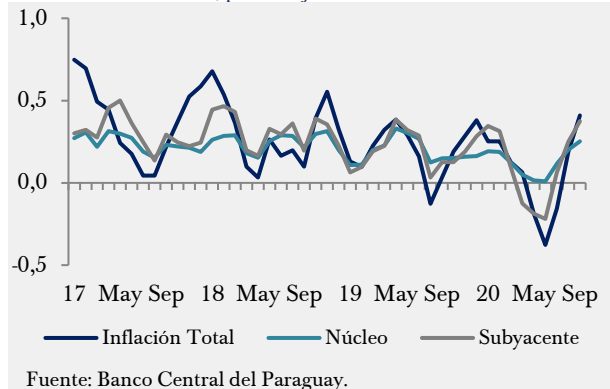
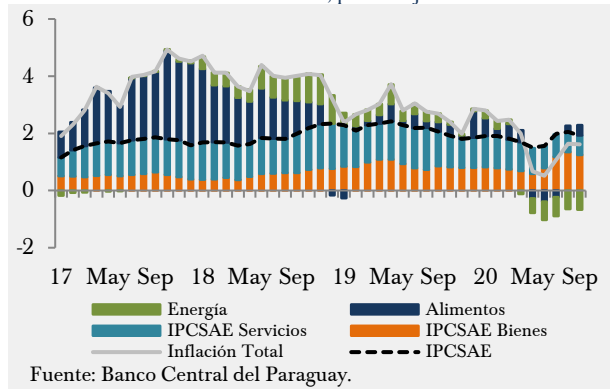


Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Evolución de los precios

La inflación durante el tercer trimestre del año mostró un repunte con respecto al último IPoM, coherente con los mejores datos de actividad económica y demanda observados en meses recientes. Esta situación estuvo explicada principalmente por la reapertura gradual de la economía y la flexibilización de las medidas de aislamiento implementadas durante el trimestre de referencia. No obstante, cabe mencionar que, tanto la inflación total como la subyacente y la inflación núcleo aún se encuentran por debajo del límite inferior del rango meta, debido principalmente a la caída interanual en los precios de los combustibles y de algunos servicios distintos a los de salud. En contraste, entre los aumentos de precios con mayor incidencia en el periodo se destacan aquellos registrados en los alimentos, los bienes y servicios de la salud, bienes durables y el cemento.

La inflación interanual a septiembre del año 2020 registró una tasa del 1,6%. En el tercer trimestre, la tasa promedio se situó en 1,4%, superior al 1,1% observado en el segundo trimestre del 2020, pero menor al promedio del 2,8% obtenido en el tercer trimestre del año pasado. De la misma manera, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que, además de frutas y verduras, excluye a los servicios tarifados y a los combustibles), promediaron, durante los meses de julio y septiembre de 2020 tasas interanuales del 1,5% y 2,6%, respectivamente, por encima de las tasas verificadas en el trimestre anterior (1,3% y 2%). Por su parte, la inflación núcleo promedió, en el mismo periodo, una tasa interanual del 1,6%, similar a la verificada en el trimestre anterior, pero menor al 2,7% registrado durante el tercer trimestre del 2019 (gráfico III.10).

Con respecto a la inflación total mensual, la misma promedió en el tercer trimestre del año una tasa de 0,4%, superior a la observada entre abril y junio (-0,4%) y, también mayor a la registrada en el periodo julio-septiembre del año anterior (0%). Comportamientos similares mostraron la inflación núcleo y la subyacente, que promediaron entre julio y septiembre, tasas mensuales de 0,3% y 0,4%, respectivamente, y las registradas entre abril y junio de 2020 fueron del 0% y -0,2% para los indicadores mencionados (gráfico III.11).

En el periodo julio-septiembre, en términos interanuales, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía), promedió una tasa de

Gráfico III.13
Inflación de bienes y servicios administrados

Variación interanual, porcentaje

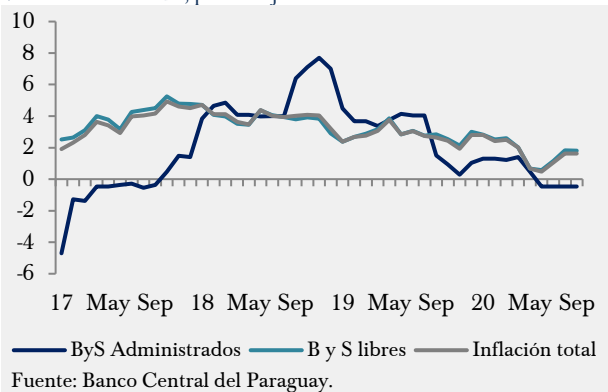


Gráfico III.14
Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje

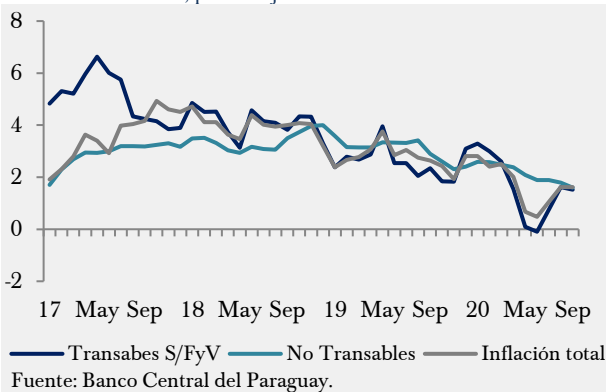
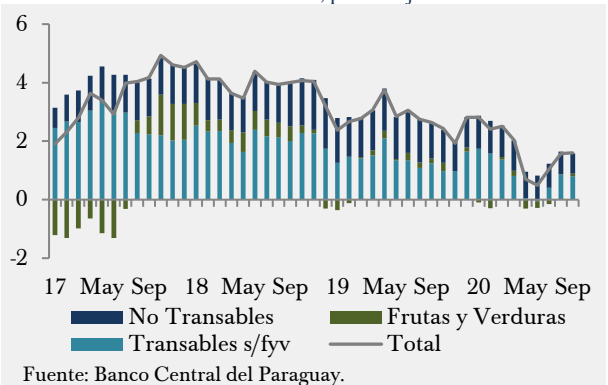


Gráfico III.15
Inflación de bienes transables y no transables

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



variación de 3,1%, superior a la variación promedio del 2,5% observada en trimestre anterior (gráfico III.12).

El comportamiento al alza del IPCSAE estuvo explicado mayormente por el IPCSAE bienes, cuya tasa de variación interanual promedio subió del 2,7%, en el segundo trimestre, a 4,9% en el trimestre de referencia. Este aumento estuvo relacionado principalmente a aquellos bienes durables de la canasta afectados por la depreciación del guaraní con respecto al dólar registrado en gran parte del periodo. Asimismo, se observaron subas en los productos farmacéuticos, artículos de limpieza para el hogar y artículos para mantenimiento del hogar como el ladrillo y el cemento. Este último se debió a una menor oferta del producto en el mercado, ocasionada por dificultades logísticas para su importación y traslado, en el marco de la emergencia sanitaria y el estiaje del río Paraguay (gráfico III.12).

Por otro lado, el IPCSAE servicios promedió una tasa de variación del 1,9% entre julio y septiembre, menor a la variación promedio interanual del 2,4% observada en el periodo anterior. Esta desaceleración se debió principalmente al comportamiento de los servicios de transporte, entretenimiento y alimentación fuera del hogar, que hasta el momento no demuestran recuperaciones significativas de consumo. Las razones fueron, por un lado, las medidas de prevención contra la propagación del COVID-19 todavía vigentes y, por el otro, una mayor precaución de la población hacia el consumo de servicios de este tipo, ante el incremento de los contagios en las principales ciudades del país (gráfico III.12).

En cuanto a los bienes alimenticios, se registraron aumentos de precios en el lapso julio-septiembre, destacándose las subas de los rubros volátiles (frutas y verduras) y carne vacuna. El comportamiento del precio de la proteína roja se debió a una menor oferta dentro del mercado doméstico debido al inicio del periodo de vacunación contra la fiebre aftosa, que abarcó los meses de julio y agosto inclusive. Al mismo tiempo, durante el trimestre de referencia se pudo observar un incremento de las exportaciones, favorecidas por una leve recuperación de los precios internacionales. En este segmento, también se verificaron subas en harina de trigo, pastas alimenticias y arroz, productos sustitutos de la carne vacuna, y bebidas no alcohólicas, entre otros (gráfico III.12).

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

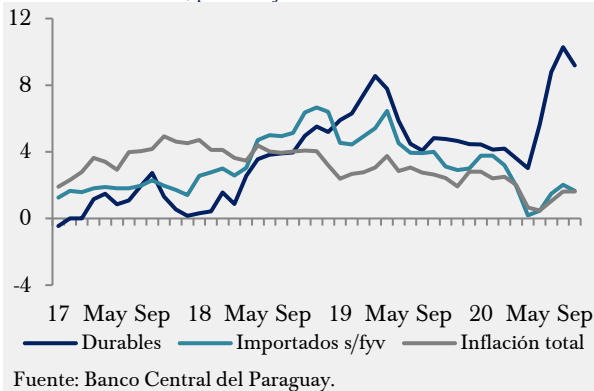


Gráfico III.17
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje

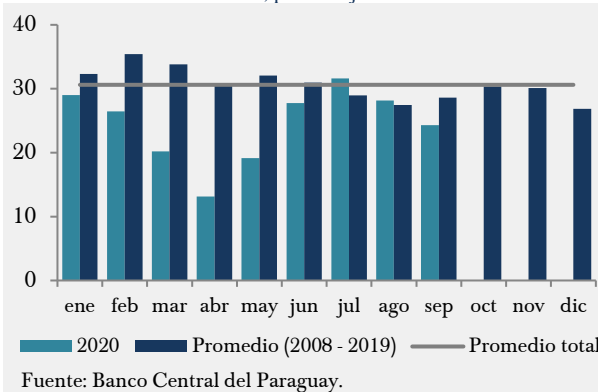
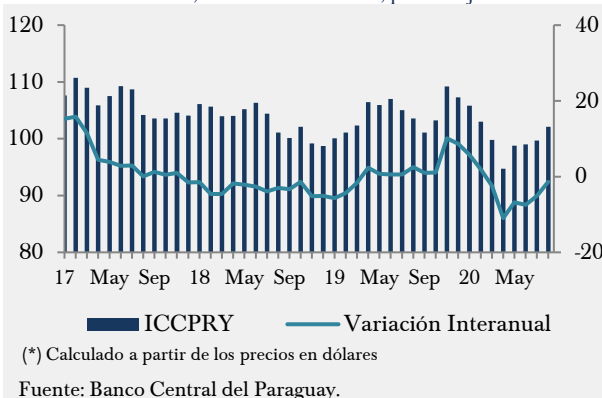


Gráfico III.18
Índice de Commodities Compuesto del Paraguay (*)
Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



Con relación los precios de energía, si bien los precios internacionales del crudo registraron aumentos respecto al trimestre anterior, los mismos continúan muy por debajo de sus precios del año pasado. Esto tiene su efecto en los precios de los combustibles comercializados localmente, los cuales, en términos interanuales, continúan incidiendo negativamente en el resultado de la inflación total (gráfico III.12).

Por su parte, los bienes administrados mostraron una variación interanual promedio de -0,5%, menor al 0,5% observado en el segundo trimestre del año 2020. Al mismo tiempo, los bienes libres registraron una tasa interanual promedio de 1,6% (1,1% en el segundo trimestre del 2020) (gráfico III.13).

Los bienes transables (sin frutas y verduras) registraron aumentos de precios, pasando de una tasa interanual promedio de 0,5% en el trimestre anterior a una tasa de 1,3% en el trimestre de referencia. En este punto, se destacan las subas de los alimentos, productos farmacéuticos, bienes durables y cemento. Por su parte, los bienes y servicios no transables pasaron de una tasa interanual promedio del 2,1% en el segundo trimestre del corriente a una tasa del 1,8% en el trimestre actual. Esta desaceleración se debió a las disminuciones observadas en los servicios de transporte, entretenimiento y alimentación fuera del hogar mencionados previamente. No obstante, estas disminuciones y desaceleraciones fueron atenuadas por los aumentos observados en los servicios de salud, debido a los incrementos en los precios de los insumos requeridos para su provisión, así como a la mayor demanda estacional y coyuntural observada por este tipo de servicios, en el marco de la llegada del invierno y la emergencia sanitaria ocasionada por la propagación del COVID-19 (gráfico III.14 y gráfico III.15).

Por otra parte, en el trimestre julio-septiembre, los gastos en bienes duraderos mostraron subas durante el periodo. Se destacan aquellos de origen importado, estrechamente relacionados con la depreciación del tipo de cambio nominal del guaraní respecto al dólar norteamericano observado en el trimestre de análisis. De la misma manera, el aumento en los precios de los bienes de este tipo sugiere un incremento en la demanda por los mismos, ocasionado por una mayor preferencia de los consumidores hacia bienes que faciliten la movilidad, el entretenimiento y el trabajo con

distanciamiento social, en el marco de la pandemia del COVID-19 (gráfico III.16).

Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4% anual) promedió en este periodo 28%, superior al promedio observado en el segundo trimestre del año 2020 que fue de 20%, pero levemente menor al promedio histórico de 28,6% (gráfico III.17).

Con respecto al Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY), en términos mensuales, entre julio y agosto de este año, la variación promedio fue 1,6%, superior a la variación promedio mensual observada en el segundo trimestre (-0,2%). Este resultado estuvo explicado principalmente por los incrementos en los precios internacionales del trigo, carne de cerdo, aceites, azúcar y café. Por su parte, la variación interanual promedio en este lapso fue -3,3%, por encima del -8,4% observado entre abril y junio del año 2020 (gráfico III.18).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la Encuesta de Variables Económicas (EVE) del mes de septiembre, se ubican en 1,8% para el cierre del año 2020. Asimismo, para los próximos 12 meses, los agentes estiman una inflación anual del 3,1% mientras que para el horizonte de política monetaria (entre 18 y 24 meses) los mismos esperan una tasa de inflación del 4% anual, coherente con el objetivo de inflación establecido por el Banco Central del Paraguay.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Tabla IV.1

Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

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

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de junio, el pronóstico de crecimiento de la economía mundial ha sido levemente revisado a la baja, principalmente por el importante ajuste negativo en India, una de las economías más grandes a nivel global. En otras de las principales economías, las perspectivas de crecimiento económico han sido revisadas al alza, en línea con indicadores de corto plazo más favorables que lo esperado.

El pronóstico de crecimiento económico mundial para 2020 se ubica en -3,9% anual, disminuyendo 0,1 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a la proyección para el 2021, la misma se ubica en 5,2% anual.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2020 mejoraron desde el último IPoM, pasando de -5,6% a -4,0%. Para el año 2021, se espera una recuperación en la economía norteamericana, con una tasa de variación anual del 3,7%.

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2020 se incrementó 0,1 p.p., situándose en -8,0%, y para el próximo año se proyecta un crecimiento del PIB del 5,4% anual. En China, la estimación de crecimiento para el año corriente fue revisada en 0,3 p.p., situándose actualmente en 2,1% 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 presentaron ajustes mixtos. Para Brasil, se estima una contracción del PIB del 5,3% en 2020, mejorando respecto al último informe donde se esperaba una tasa de variación de -6,5% anual. Sin embargo, para Argentina se prevé una mayor caída en 2020 en comparación con el informe anterior, estimada en -11,5% (-9,1% en el IPoM de junio). Para 2021, se esperan variaciones positivas para ambos países, de 3,5% para Brasil y de 4,7% para Argentina.

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur se redujeron para 2020, situándose en -8,3%, por debajo de la tasa de -7,7% esperada en el informe anterior, mientras que, para 2021 se estima un crecimiento del PIB de los socios del Mercosur de 4,2% 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 -6,3% a -7,1% y para 2021 se ubican en 4,4% anual.

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

En la Eurozona, la inflación anual prevista para 2020 se mantuvo en 0,3% al igual que en el IPoM anterior, mientras que para 2021 se ubica en 0,9%, levemente por debajo del 1,0% registrado en el informe anterior.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2020 y 2021. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 37,4%, por debajo del 45,8%, reportado en el IPoM anterior, mientras que en el próximo año se incrementaría a 46,6% anual, superando la tasa prevista en el informe de junio (41,8%). Para Brasil se espera una inflación del 2,5% para 2020, mayor al 1,8% anticipado en el último informe y para 2021 se proyecta una inflación de 3,3%, por encima del 3,2% previsto en el informe anterior.

Por otra parte, el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses se ubicaría en promedio en 0,1% anual en 2020, por debajo de lo previsto en el IPoM de junio (0,2%). Para 2021, el rendimiento promedio se situaría en 0,2% anual. A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 0,7% para 2020, menor al 0,8% esperado en el informe anterior. Para el año 2021, se espera que el rendimiento

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

| | 2019 | 2020(f) | 2020(i) |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Sector Primario | -3,6 | 8,0 | 0,9 |
| Agricultura | -4,9 | 10,5 | 0,8 |
| Ganadería | 1,3 | 5,0 | 0,1 |
| Forestal, Pesca y Minería | -2,6 | -6,2 | -0,1 |
| Sector Secundario | -3,1 | -1,1 | -0,4 |
| Manufactura | -1,0 | -2,5 | -0,5 |
| Construcción | 1,1 | 7,0 | 0,4 |
| Electricidad y Agua | -11,2 | -4,5 | -0,3 |
| Sector Terciario | 3,2 | -3,6 | -1,7 |
| Gobierno General | 5,1 | 4,5 | 0,4 |
| Comercio | -0,4 | -6,0 | -0,6 |
| Otros Servicios ⁴ | 4,0 | -5,2 | -1,5 |
| Impuestos | -1,7 | -3,5 | -0,3 |
| PIB a precios de mercado | 0,0 | -1,5 | -1,5 |
| PIB sin agricultura, ni binacionales | 1,5 | -2,4 | |

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

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

| | 2019 | 2020 (f) |
|--|-------------|--------------|
| PIB | 0,0 | -1,5 |
| Demanda Interna | 0,7 | -3,6 |
| Formación bruta de capital | -3,0 | -5,4 |
| Formación bruta de capital fijo | -6,6 | 5,1 |
| Consumo total | 1,9 | -3,1 |
| Consumo privado | 1,3 | -4,6 |
| Consumo público | 5,1 | 5,2 |
| Exportaciones de bienes y servicios | -2,9 | -5,6 |
| Importaciones de bienes y servicios | -0,9 | -12,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -0,5 | 0,7 |
| FBKF (% del PIB nominal) | 18,5 | 20,4 |

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

promedio de estos bonos se encuentre en torno a 1,0% anual.

En el ámbito local, teniendo en cuenta que la actividad económica y la demanda se han recuperado a un ritmo mayor al previsto anteriormente, en el escenario base, la estimación de crecimiento del PIB del 2020 fue revisada al alza de -3,5% a -1,5%. Este ajuste se explica principalmente por una menor caída del sector servicios, particularmente de los otros servicios, segmento en cual están incluidos rubros tales como hoteles y restaurantes, servicios a los hogares, servicios a las empresas, entre otros. Inicialmente, la previsión contemplaba un mayor impacto de la pandemia sobre estos sectores, considerando que la naturaleza de sus actividades implicaba una mayor interacción social y, al mismo tiempo, la oferta de algunas de ellas estaba limitada por las restricciones sanitarias. No obstante, los últimos registros han mostrado un repunte importante y más rápido a lo anticipado, posibilitado en parte, por la flexibilización de las medidas sanitarias. Por su parte, para el subsector comercio se prevé una mayor retracción. En el sector secundario, se ha destacado el significativo repunte de los indicadores de construcción, motivando una corrección al alza en la estimación. En el mismo sentido, algunas ramas de las manufacturas vinculadas a la producción de alimentos y de bienes ligados a la construcción han tenido un buen desempeño reciente, impulsando también una corrección al alza (menor caída) en el pronóstico del subsector. Por su parte, electricidad y agua fue revisada a la baja, cuya producción sigue siendo afectada por el bajo nivel del río Paraná y por la menor demanda por parte de Brasil. En cuanto al sector primario, se mantiene la misma tasa de expansión anunciada en el informe pasado, explicada principalmente por los buenos resultados de la agricultura (tabla IV.2).

Por el lado del gasto, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo se han ajustado al alza, consistente con el repunte de los indicadores de ventas y de la construcción. Por otra parte, la corrección a la baja de las importaciones fue mayor a la de las exportaciones, con lo cual, la demanda externa neta tendrá una incidencia

⁴ 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 | 1,7 | 3,7 | |
| Inflación IPC diciembre (**) | 2,8 | 1,6 | 3,7 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (***) | | | | 4,0 |
| Inflación IPC subyacente promedio (*) | 2,3 | 1,7 | 3,6 | |
| Inflación IPC subyacente diciembre (**) | 2,8 | 1,5 | 3,7 | |
| Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***) | | | | 4,0 |

(f) Proyección

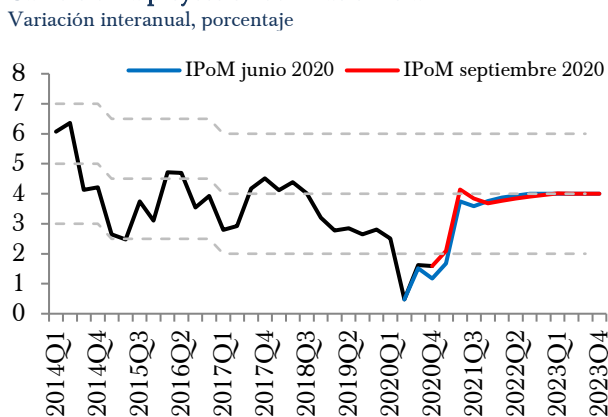
(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

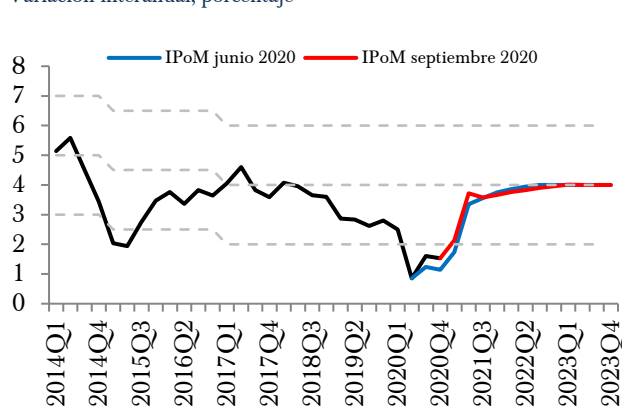
Fuente: Banco Central del Paraguay

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

positiva más elevada con relación al informe de junio (tabla IV.3).

En el IPoM de junio se señalaba un deterioro significativo de la actividad económica en el segundo trimestre, reflejado en una apertura de brecha de producto importante. Además, las proyecciones contemplaban una recuperación gradual a partir del tercer trimestre, las cuales incorporaban como supuesto el repliegue de las medidas sanitarias preventivas y la reapertura de algunos sectores económicos. Sin embargo, los indicadores efectivos de actividad y de demanda, en el segundo trimestre, revelaron un mejor desempeño con relación a lo previsto anteriormente. Con estos resultados, se observó una brecha del producto más cerrada (menos negativa) que la estimada en el informe previo. Hacia adelante, conforme a un mayor dinamismo del consumo, impulsado por una política monetaria expansiva, junto con los resultados de los programas de apoyo a los ingresos y la reapertura de las actividades económicas, la brecha se irá cerrando hacia el segundo semestre del 2021. Este resultado se encuentra en línea con la revisión al alza de la proyección del PIB para el presente año. No obstante, la brecha mantiene una magnitud considerable a niveles históricos. Por otra parte, si bien, las holguras de capacidad en el mercado laboral permanecerán amplias por la pérdida de empleos y, se asume que se mantendrá así por un periodo largo de tiempo, se incluye como supuesto que las mismas se irán reduciendo de manera gradual en la medida que vayan retomándose las actividades económicas en los distintos sectores. Con respecto al escenario más probable de las variaciones futuras de precios, tanto la proyección de la inflación total como de la inflación subyacente para el cierre del año se sitúan en 1,6% y 1,5%, respectivamente, por encima de las tasas pronosticadas en el trimestre anterior, acorde con una demanda interna que ha dado señales de recuperación mejores a los esperados preliminarmente y con un tipo de cambio que se ubica en un nivel mayor a lo previsto. La convergencia de la inflación a la meta de 4% se dará de manera paulatina hacia el tercer trimestre del 2022 (tabla IV.4).

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

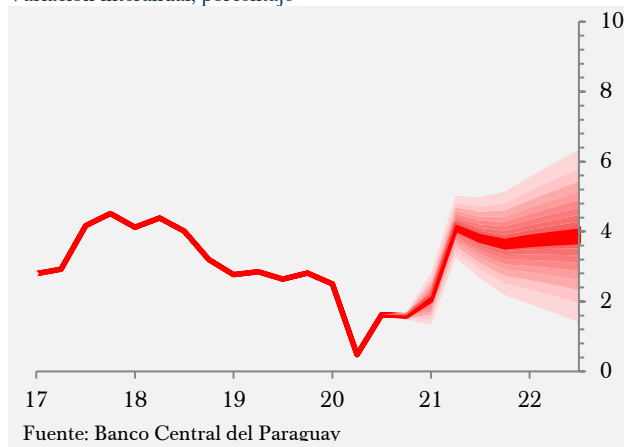
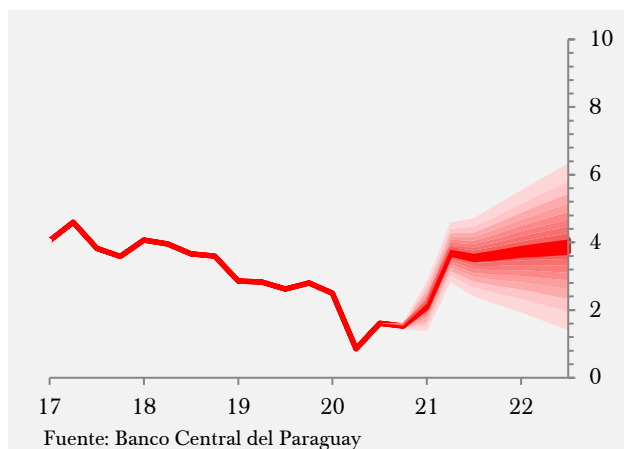


Gráfico IV.4
Proyección de inflación subyacente
Variación interanual, porcentaje



Escenarios de Riesgo

Con relación al escenario de riesgos, en el ámbito internacional, las perspectivas de crecimiento económico de diversos países han mejorado y se espera una recuperación más rápida que la anticipada en el IPoM de junio. La mejora se ha dado a consecuencia de los resultados más favorables de los indicadores de corto plazo y en una menor incertidumbre global. Si bien la situación de contagios de COVID-19 continúa empeorando en diversas regiones, los avances en tratamientos más eficientes y en los desarrollos de vacunas han contribuido a la mayor confianza en las economías. En Europa, se materializaron los riesgos de las segundas olas de contagios, no obstante, se han verificado menores tasas de fatalidad y las lecciones aprendidas han permitido evitar el paro total de actividades en diversos países. Por otro lado, ha resurgido el riesgo de un *Brexit* sin acuerdo, ante discrepancias recientes. En Estados Unidos, se aproximan las elecciones presidenciales, cuyo resultado podría tener implicancias en las medidas de política económica a ser implementadas.

En cuanto a los precios internacionales, se ha observado un comportamiento mixto recientemente, con un deterioro de los precios de metales preciosos y del petróleo, mientras que los *commodities* agrícolas han registrado incrementos en sus cotizaciones. Entre las materias primas más relevantes para la economía paraguaya, cabe resaltar la suba de los precios de la soja, que ha sido impulsada por la alta demanda de China y una revisión a la baja en la cosecha de 2020/2021 de Estados Unidos, el principal productor de la oleaginosa. Además, los riesgos derivados del fenómeno climático denominado “La Niña” podrían provocar interrupciones adicionales en la producción, reduciendo la oferta de soja. Por otra parte, las segundas olas de contagio de COVID-19 podrían deteriorar los precios del petróleo, de restringirse nuevamente la circulación de personas.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, se espera que los bancos centrales mantengan una política monetaria acomodaticia para seguir impulsando la recuperación de la economía y el empleo. En este sentido, la Reserva Federal de Estados Unidos, mediante su cambio de estrategia de política monetaria, garantizará niveles

bajos de tasas de interés “por cierto tiempo” y luego buscará niveles de inflación moderadamente por encima del 2%. No obstante, persiste el riesgo de que un empeoramiento de la situación sanitaria a nivel global y/o un retraso en la obtención de una vacuna puedan tener implicancias sobre la percepción de riesgo de los países emergentes y en desarrollo y, en consecuencia, sobre las condiciones de financiamiento externo.

En la región, persiste un elevado nivel de contagios del nuevo coronavirus, así como una alta tasa de letalidad. No obstante, el gradual retorno de actividades con medidas sanitarias ha permitido la mejora de los indicadores de actividad económica de corto plazo. Los resultados más favorables, reflejados en estos indicadores, con relación a lo anticipado explican un sesgo al alza en las perspectivas de crecimiento para la región, en concordancia con lo ocurrido a nivel mundial. Argentina ha sido una de las excepciones en la región, con un nuevo recorte en los pronósticos de crecimiento, sin embargo, cabe destacar los avances en la restructuración de su deuda, lo cual ha permitido mejorar la percepción de riesgo del país. En Brasil, las perspectivas de crecimiento han mejorado, no obstante, existen riesgos de largo plazo derivados del incremento sustancial de su deuda pública y de corto plazo, por la incertidumbre en torno a la continuación de apoyo fiscal para hacer frente a los efectos de la crisis sanitaria. Con respecto a Paraguay, si bien se ha acordado recientemente la reapertura gradual de las fronteras, un mayor deterioro de la economía brasileña o un mayor debilitamiento de su moneda frente al dólar podrían representar un lastre para la recuperación del comercio en las zonas fronterizas.

En el ámbito interno, un factor de riesgo tiene que ver con la evolución del clima en los próximos meses, en lo que respecta a la necesidad de lluvias, la cual será determinante en la producción agrícola, particularmente de la zafra sojera 2020/2021. Además, será gravitante para aumentar el caudal de los ríos, posibilitando una mayor generación de electricidad, al tiempo de influir favorablemente en el transporte fluvial de cargas. Finalmente, el comportamiento del clima también es clave para el desempeño de la ganadería en los siguientes meses. Al cierre del presente informe, las condiciones climáticas han

mejorado parcialmente, al tiempo que se prevé también un buen nivel de precipitaciones para el mes de noviembre.

Por otra parte, desde inicios del mes de septiembre, la cantidad de nuevos casos de contagios por COVID-19 se ha estabilizado, contexto en el cual las autoridades han continuado con el repliegue de las medidas sanitarias para permitir nuevamente la entrada en operación de algunos sectores económicos que todavía estaban restringidos. Además, como se ha señalado, se ha dispuesto la reapertura gradual de las fronteras con Brasil. Estas acciones representan un factor positivo para la actividad económica y para la demanda, sin embargo, es preciso resaltar que aún no puede descartarse el riesgo asociado a una eventual aceleración del nivel de contagios que desemboque en una saturación del limitado sistema de salud, escenario en el cual, nuevas medidas de confinamiento focalizados podrían implementarse.

Recuadro I: Credibilidad e Independencia del Banco Central

Introducción

La irrupción de la pandemia del coronavirus, además de los altos costos humanos, ha provocado un daño severo a la economía, generando un inmenso costo fiscal, tanto por los recursos adicionales destinados a apoyar a los sectores más afectados, como así también por la importante pérdida de ingresos derivada del deterioro de la actividad económica y la demanda. En este escenario, han surgido planteamientos relacionados al financiamiento de los bancos centrales al fisco, lo cual merece especial atención por los riesgos que pueden derivarse de este tipo de propuestas, sobre todo para países cuyas monedas no son de reserva internacional, como es el caso de Paraguay.

Existe un amplio consenso de que el éxito de la política monetaria depende crucialmente de la credibilidad del banco central. En el esquema de metas de inflación, la credibilidad es un pilar fundamental para anclar las expectativas de inflación a la meta establecida por la autoridad monetaria. Dificilmente, un banco central con una historia de tasas elevadas de inflación (y alta volatilidad) logrará guiar las expectativas de los agentes económicos hacia el objetivo inflacionario. De acuerdo con Blinder (1999), un banco central es creíble si la gente cree que cumplirá con su compromiso.

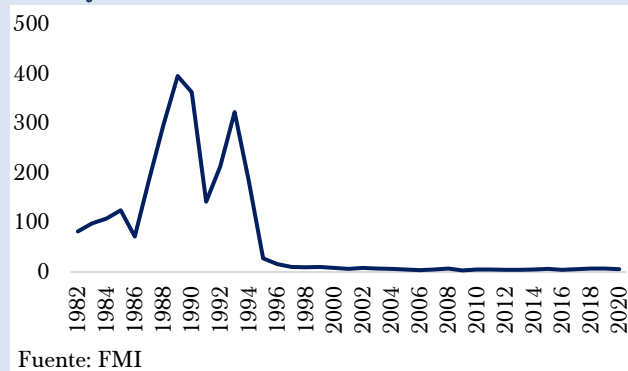
La credibilidad está estrechamente ligada a la independencia del banco central, la cual implica una separación clara entre la política monetaria y la política fiscal, con el fin de aislar al banco central de las interferencias de los gobiernos para propósitos políticos de corto plazo (financiamiento del gasto público o para estimular la actividad económica). Los bancos centrales en América Latina han sido dotados de independencia legal desde finales de la década de 1980, bajo el entendimiento que es un mecanismo válido para minimizar el sesgo inflacionario de los gobiernos. Estas reformas legales, entre otros aspectos, se orientaron a establecer: i) un mandato claro y acotado para la política monetaria y, ii) una prohibición de la monetización del déficit fiscal.

Independencia de bancos centrales

La independencia del banco central podría mejorar el desempeño económico de varias maneras. Por un lado, un banco central independiente, al estar blindado de las presiones políticas, puede comportarse de manera más predecible, con lo cual estaría promoviendo la estabilidad económica y reduciría las primas de riesgo en las tasas de interés. Así, en la medida en que la alta inflación tenga efectos adversos sobre la economía, ya sea creando distorsiones, fomentando las prácticas rentistas (*rent seeking activity*) o aumentando las primas de riesgo, cabría esperar, por tanto, que la independencia del banco central mejore el desempeño económico (Alesina y Summers 1993).

En América Latina, la conquista de la independencia de los bancos centrales no fue una tarea fácil o una cuestión fortuita. A principios de la década de 1930, para hacer frente al impacto económico de la Gran Depresión, se introdujeron algunas reformas institucionales de modo a permitir a los bancos centrales el financiamiento del gasto público a tasas de interés preferenciales. Como resultado, los activos de los bancos centrales se incrementaron significativamente, especialmente por los créditos al gobierno. Sin embargo, lo que iba a ser una medida temporal para apoyar la recuperación se convirtió en una medida permanente, debido a que no se revirtió la legislación monetaria introducida para afrontar la crisis inicial. De esta manera, los gobiernos siguieron financiándose con la emisión monetaria de los bancos centrales, para evadir el costo político de aumentar los impuestos o recortar el gasto público. Como resultado, América Latina atravesó por un largo periodo de inflación que se agudizó en la década de 1980, extendiéndose hasta mediados de la década siguiente. En este escenario de pérdida generalizada de los ingresos reales y el consecuente descontento social, los gobiernos no tuvieron otra opción que concederles la independencia a los bancos centrales con el objetivo de que los mismos puedan focalizarse en la lucha contra la inflación.

Gráfico I
Inflación en América Latina
Porcentaje



De esta manera, a partir de finales de la década de 1980, la política monetaria en América Latina dio un giro importante. Distintos países de la región emprendieron reformas legales para otorgarle independencia a los bancos centrales. El objetivo principal fue restringir el financiamiento del déficit del sector público con emisión monetaria por parte de los bancos centrales, teniendo en cuenta que éste tipo de financiamiento había sido la raíz de las elevadas tasas de inflación. Estos cambios no fueron aislados, sino que fueron acompañados por esfuerzos para frenar el déficit del sector público, como así también, por políticas de liberalización gradual de las cuentas corrientes y de capital externas y el fortalecimiento de los sistemas financieros. Gracias a estas reformas, la inflación se redujo significativamente en la mayoría de los países de la región.

Desde el punto de vista teórico, las reformas legales fueron motivadas por los primeros modelos de inconsistencia temporal de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983), que demostraron que los gobiernos que enfrentan un *trade-off* entre inflación y desempleo están tentados a elegir una tasa de inflación mayor a la óptima. A su vez, el trabajo de Rogoff (1985) demostró que este sesgo inflacionario se puede atenuar delegando la política monetaria a un banco central independiente y conservador.

Las modificaciones en el marco legal se basaron principalmente en cuatro pilares: i) definición de un mandato claro y acotado, ii) formulación de las políticas del banco central independiente del poder ejecutivo, iii) autonomía de la implementación de la política monetaria

y, iv) rendición de cuentas del banco central (Carrière-Swallow et. al, 2016). Con respecto al primer punto, la estabilidad de precios se convirtió en el objetivo principal de los bancos centrales. El nuevo marco normativo se orientó a focalizar los esfuerzos de los bancos centrales en la lucha contra la inflación, entendiendo que era la manera más adecuada de fomentar el crecimiento económico y el bienestar social.

En la región, Chile fue el primero en cambiar la legislación del banco central en 1989. Luego siguieron el Salvador (1991); Argentina, Colombia, Ecuador, Nicaragua, y Venezuela en 1992; México y Perú en 1993; Bolivia, Costa Rica, Uruguay en 1995, entre otros.

En el caso de Paraguay, la legislación anterior, el Decreto-Ley N° 18/52 que “crea el Banco Central del Paraguay”, establecía, de forma general, que el Banco Central deberá “... prevenir todo exceso inflacionario o especulativo perjudicial a los intereses permanentes de la Nación” (Art. 4). Además, incluía la posibilidad de que la banca matriz conceda préstamos al Estado u otras instituciones de derecho público, contra pagarés o mediante la compra de bonos o certificados de Tesorería (Art. 101). Posteriormente, en el año 1992, la preservación de la estabilidad monetaria por parte del BCP adquirió rango constitucional. Paralelamente, en la Carta Magna se prohibió a la Banca Central acordar créditos, directa o indirectamente, para financiar el gasto público al margen del presupuesto, a excepción de los adelantos de corto plazo de los recursos tributarios presupuestados para el año respectivo y, en caso de emergencia nacional, con resolución fundada del Poder Ejecutivo y acuerdo de la Cámara de Senadores (Art. 286). La nueva carta orgánica del BCP (Ley 489/95) se ciñó a lo establecido en la constitución nacional y, especificó que los adelantos de corto plazo no podrán superar el 10% de los ingresos tributarios presupuestados para el ejercicio correspondiente (Art. 58). Adicionalmente, en la nueva normativa se establecieron dos objetivos fundamentales para el BCP: preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero. Si bien la carta orgánica fue modificada y ampliada en 2018, los artículos referentes al objetivo de estabilidad de precios y financiamiento del gobierno no experimentaron cambios sustanciales con relación a la Ley 489/95.

Bajo este marco legal, el BCP ha logrado mantener la inflación baja, estable y predecible, gestionando la política monetaria de manera independiente. Inclusive, luego de la adopción del esquema de metas de inflación a partir del 2011, el nivel y la volatilidad de la inflación se han reducido, al tiempo que ha permitido un anclaje de las expectativas de los agentes económicos al objetivo inflacionario de mediano plazo.

Asimismo, en la región, los países que han concedido y respetado la independencia legal de los bancos centrales han logrado reducir significativamente los niveles de inflación. Los buenos resultados sugieren que la independencia ha sido clave para el logro de la estabilidad de precios. A diferencia de la mayoría de los países de la región, aquellos en los cuales los bancos centrales han perdido su independencia y han seguido monetizando el gasto público, todavía están lidiando con elevados niveles de inflación (incluso hiperinflación), un crecimiento económico particularmente magro y altos niveles de pobreza.

En el campo de los trabajos empíricos, el estudio de Alesina y Summers (1993) mostró que la independencia del banco central está asociada con una inflación más baja en promedio y con una menor volatilidad. En la misma línea, Jácome y Vázquez (2005), encontraron una relación negativa entre la independencia legal del banco central y la inflación para países de América Latina durante la década de 1990, controlando por la inflación internacional, crisis bancarias y el régimen cambiario. Esta conclusión fue robusta a la inclusión de un índice de reformas estructurales más amplias⁵, lo que sugiere que los hallazgos no han sido explicados por un sesgo de variable omitida. Además, han demostrado que las otras reformas estructurales tuvieron un efecto favorable sobre la inflación, lo que ilustra la complementariedad de las políticas económicas. Por su parte, Cukierman (2008), resumiendo los resultados de distintos trabajos empíricos sobre el tema, señaló que la evidencia es consistente con la conclusión de que la inflación y la independencia “real” están negativamente correlacionadas en países desarrollados como en las economías en desarrollo.

⁵ El índice captura la evolución de las reformas económicas en varios sectores (mercado laboral, sector financiero, impuestos, comercio y privatizaciones).

Financiamiento del fisco en la pandemia

La pandemia de COVID-19, además de las cuantiosas pérdidas humanas, ha dañado severamente a la economía global. En este contexto, los bancos centrales han desplegado una serie de medidas, convencionales y no convencionales, para apoyar la liquidez y contribuir a la recuperación de las economías. Asimismo, los gobiernos han implementado importantes paquetes de estímulos para mitigar el impacto sobre los hogares y las empresas que se han visto afectados por la propagación del virus y por las medidas sanitarias aplicadas para aplanar la curva de contagios. El alto costo fiscal que está implicando la pandemia y el agotamiento de los espacios fiscales ha vuelto a generar discusiones sobre la posibilidad de que el banco central financie directamente el gasto público con el objetivo de estimular la demanda. Las propuestas actuales fundamentalmente hacen referencia a países desarrollados y si bien, no existe consenso sobre el tema, si la crisis económica se profundiza o perdura por un mayor lapso de tiempo, podría ir tomando mayor fuerza en el debate.

Básicamente, la denominada “Teoría Monetaria Moderna” sostiene que aquellos países que emiten deuda en su moneda podrían evitar el *default*, debido a que pueden imprimir dinero y pagar la deuda. Otra idea detrás de esta teoría es que los gobiernos pueden financiar el gasto público emitiendo dinero y, en la medida que el producto se encuentre por debajo del potencial, esta política no generará incrementos en la tasa de inflación.

En América Latina, los márgenes de maniobra de las políticas fiscal y monetaria también se han acortado significativamente con la pandemia. En este contexto, una profundización de la crisis económica puede abrir paso a propuestas similares desde el ámbito político. Las proposiciones de la “Teoría Monetaria Moderna” difícilmente aplicarían a países de América Latina. Como documentan Esquivel et. al (2020), a principios de la década de 1970, Chile y Argentina tenían un bajo nivel de deuda y denominada principalmente en moneda local. Ambos países tuvieron déficits significativos por dos años seguidos, financiándolos con emisión monetaria.

Ninguno de los gobiernos dejó de pagar su deuda, sin embargo, la inflación en Chile superó 700% en 1973 y en Argentina se situó por encima de 500% en 1975. En ambos países, el producto y el empleo experimentaron caídas severas, lo que demuestra que el “pleno empleo” no es una condición necesaria para que la inflación se dispare.

Además, los países de la región en general, y Paraguay en particular, no emiten monedas de reserva internacional, a diferencia de las economías avanzadas (Estados Unidos, Europa, Japón, etc.). Los países avanzados, dado que pueden distribuir el impuesto inflación alrededor del mundo, tienen cierto margen para la emisión monetaria, como así también para mantener mayores niveles de endeudamiento.

Por otra parte, la monetización del déficit socavaría la independencia de los bancos centrales, la cual ha sido un pilar fundamental en la lucha contra la inflación en los últimos 25 años. La pérdida de independencia, a su vez, puede minar la credibilidad del banco central, afectando negativamente las expectativas de inflación. En este contexto, las presiones sobre el tipo de cambio podrían acentuarse, por la mayor demanda de activos en moneda extranjera que podría eventualmente ocurrir. Asimismo, las tasas de interés del sistema financiero podrían incorporar una mayor prima por riesgo inflacionario. Finalmente, en este escenario, la percepción de riesgo de los inversionistas se deterioraría, impactando negativamente en la calificación crediticia, en el costo de financiamiento del sector público y privado y en la atracción de la inversión extranjera.

A todas luces, una propuesta de este tipo es arriesgada, aun cuando se establezcan pautas de salida claras o se estipule específicamente el carácter temporal de la medida. Una vez que se cruza la frontera que divide a la política monetaria de la política fiscal, en el futuro será complejo definir y establecer nuevamente un límite entre estas políticas. El ejemplo de lo ocurrido luego de la Gran Depresión de la década de 1930, aunque distante, es ilustrativo de lo complicado que puede resultar a un gobierno asumir el costo político de aumentar impuestos o recortar el gasto público, con lo cual las presiones de

corto plazo para el financiamiento del fisco por parte del banco central pueden persistir en el tiempo, generando serios riesgos a la estabilidad de precios, con consecuencias severas sobre el desempeño económico y el bienestar de la población.

Actualmente, la inflación baja a nivel global genera la sensación de que el sesgo inflacionario tradicional no es una preocupación inmediata. Sin embargo, las acciones que amenazan la independencia de la política monetaria siguen siendo potencialmente peligrosas.

La experiencia pasada y presente de América Latina es bastante contundente con relación a los riesgos que se derivan de la pérdida de independencia de los bancos centrales. Esquivel et. al (2020), en su estudio sobre la historia monetaria y fiscal de 11 países de la región, señalan que 7 de ellos han aprendido la lección en el sentido de que han aplicado políticas fiscales conservadoras luego de la inestabilidad macroeconómica que atravesaron en el pasado. En contraste, como notan los autores, persisten países de la región cuyos resultados macroeconómicos son decepcionantes, derivados, entre otros factores, del deterioro de las cuentas fiscales y su monetización.

Paraguay, si bien no experimentó episodios inflacionarios extremos, los precios se incrementaron de manera importante entre 1983 y 1990, cuando la inflación promedio fue 26,6%, y alcanzó un máximo de 44%⁶ en 1990. En este periodo, previo al marco legal vigente, una serie de shocks agravaron la situación fiscal, por lo que el banco central financió el déficit emitiendo dinero y, las reservas internacionales fueron utilizadas para el pago de la deuda pública. La combinación de una expansión monetaria y caída de las reservas internacionales rápidamente presionaron al tipo de cambio. No obstante, la baja inflación de Paraguay -en relación con sus pares de la región-, se debió en parte, al bajo nivel de déficit fiscal. Un desequilibrio más profundo de las cuentas fiscales y, en consecuencia, una mayor monetización del déficit, podría haber generado peores resultados para la economía paraguaya. Como lo destaca Neumeyer, en sus comentarios sobre la “Historia monetaria y Fiscal de

⁶ Este aumento se explicó también por el incremento de los precios de los servicios públicos y la eliminación de los controles de precios.

Paraguay 1960-2017”, un aspecto notable de la historia monetaria paraguaya es la voluntad política para mantener la inflación baja.

Comentarios Finales

En los últimos 60 años, la inflación de Paraguay se ha mantenido baja en relación a las tasas observadas en otros países de la región. Esta historia de estabilidad monetaria, en gran medida, ha sido el resultado de la gestión prudente de la política monetaria, sustentada en el respeto a la institucionalidad del BCP.

En contextos de crisis económicas como la actual, preservar la independencia del banco central puede resultar desafiante, teniendo en cuenta que, en este tipo de escenarios, las cuentas fiscales se deterioran y las necesidades de apoyo a la economía son cuantiosas, abriendo el camino a propuestas que potencialmente podrían representar una amenaza a la institucionalidad del banco central y, por lo tanto, a la mantención de la estabilidad monetaria alcanzada.

La evidencia empírica presentada en el presente recuadro respalda la importancia crucial que tiene la independencia (real) del banco central para garantizar el control de la inflación y, con ello, sentar las bases para un buen desempeño macroeconómico, lo cual, en última instancia se traduce en un mayor bienestar de la población y, en especial, de aquellos estratos con menores ingresos.

La compleja coyuntura económica, bajo ningún sentido, debe ser motivo para impulsar acciones que atenten contra las fortalezas macroeconómicas que se han construido en las últimas décadas y, que han posicionado al Paraguay entre los países de mayor crecimiento y menor inflación de la región de los últimos años. La estabilidad macroeconómica, además, es el punto de partida de las reformas estructurales de segunda generación, las cuales conjuntamente con la estabilidad monetaria, promoverán un mayor crecimiento de mediano plazo y un mayor desarrollo económico.

Referencias

- Alesina, A, and L. Summers (1993), “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking* 25(2): 151-62.
- Barro, R, and D Gordon (1983), “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics* 12(1): 101–21.
- Blinder, A. (1999), “Central Bank Credibility: why do we care? How do we build it”, National Bureau of Economic Research.
- Carrière-Swallow, L. Jácome, Nicolás Magud and Alejandro Werner (2016), “Central Banking in Latin America: The way forward”, Working paper 16/197, International Monetary Fund.
- Cukierman, A (2008), “Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future”, *European Journal of Political Economy* 24(4): 722-36.
- Esquivel E., T. Kehoe and Juan Pablo Nicolini (2020), “Lessons from the Monetary and Fiscal History of Latin America”. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Jácome L. and F. Vázquez (2005), “Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, Working paper 05/75. International Monetary Fund.
- Kydland, F., and E. Prescott (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, pp. 473–491.
- Neumeyer A. Comments on "The Monetary and Fiscal History of Paraguay 1960:2017" by Javier Charotti, Carlos Fernández Valdovinos, and Felipe Gonzalez Soley in Monetary and Fiscal History of Latin America. Paper, Project.
- Rogoff, K. (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target,” *Quarterly Journal of Economics* (November), pp. 1169–90.

Recuadro II: Análisis de la economía informal en Paraguay

Introducción

La pandemia de COVID-19 ha afectado significativamente a la economía paraguaya, particularmente durante el segundo trimestre, periodo en el cual las medidas sanitarias preventivas fueron más exigentes. En este contexto, el gobierno nacional y el BCP han diseñado varias medidas de apoyo a los sectores más afectados por el confinamiento y la paralización de las actividades económicas. Sin embargo, un factor que ha complicado la implementación efectiva de los programas sociales y ha atenuado el impacto de las medidas crediticias ha sido la elevada informalidad, que, si bien es una cuestión estructural, en esta pandemia se ha puesto de manifiesto la imperiosa necesidad de avanzar en las reformas tendientes a una mayor formalización del empleo y de las empresas.

Este apartado tiene el objetivo de analizar brevemente las causas e implicancias de la informalidad, al tiempo de presentar un diagnóstico del estado de situación de la informalidad en Paraguay.

Generalidades

La informalidad o economía informal se refiere al conjunto de actividades económicas, empresas y trabajadores que operan por fuera de los marcos de la ley y de las regulaciones de los sistemas formales⁷. La informalidad acarrea la evasión de costos impositivos y tasas regulatorias, así como la ausencia de servicios estatales incluyendo la protección legal y social. Considerando estos puntos, por un lado, las empresas informales pierden protección judicial (incluyendo aspectos como falta de derechos de propiedad y licencias comerciales), y acceso a financiamiento en instituciones formales locales e internacionales. Por otro lado, los empleos informales implican precariedad laboral, la falta de acceso a seguros médicos, a pensiones y con exposición a percibir remuneraciones que no cumplen con los mínimos legales.

Una economía con elevados niveles de informalidad está asociada al subdesarrollo y puede ser más vulnerable a los ciclos económicos. Por ello, es importante comprender la economía informal desde sus causas hasta sus consecuencias y sus características, de modo a que ello pueda servir de referencia en la elaboración de políticas públicas.

Principales causas e implicancias de la informalidad

La literatura económica sobre informalidad ha identificado diversas causas potenciales de la misma. Una de las hipótesis, identificada como la de mercado dualista, señala que el exceso de oferta de trabajo (ante la elevada migración a zonas urbanas) hace que los salarios mínimos sean superiores al de equilibrio, por lo cual algunos trabajadores menos calificados deben acudir a empleos informales, caracterizados por menores remuneraciones y malas condiciones laborales, en mercados que no compiten con los formales (Harris y Todaro, 1970). En este marco, en periodos de auge económico, un aumento en empleos del sector formal hace que más trabajadores de la economía informal migren hacia el formal, y reduce la cantidad de flujos del formal al informal. Esto significa que el patrón de comportamiento del trabajo formal es procíclico y el del informal es contra cíclico.

Otra visión, de mercados integrados, propone que el exceso de regulación del mercado laboral conlleva costos elevados, por lo cual generalmente los microempresarios optan por operar en el sector informal de modo a minimizar costos, aunque, a priori no implica que tengan una menor productividad (De Soto, 1987,1989). En esta línea, Farrel (2004) argumenta que la ventaja de evitar los costos regulatorios para las micro o pequeñas empresas permite que éstas puedan fijar precios más bajos a los del sector formal, compitiendo con ventajas y absorbiendo parte del mercado. De esta manera, si los mercados están integrados, los emprendedores esperan momentos de expansión económica para establecer su empresa antes de dejar sus trabajos formales, por lo cual tanto el empleo informal como formal se comportan de forma procíclica.

⁷ Definición adaptada de Soto (1989)

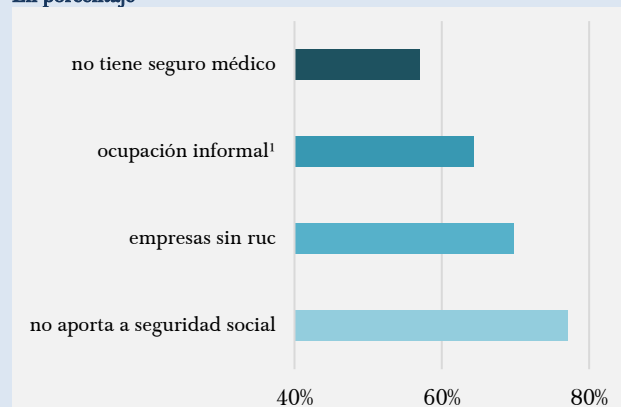
Por otra parte, otros autores argumentan que, en lugar de un marco regulatorio excesivo, más bien la informalidad se debe a la falta de capacidad para implementar las regulaciones, o que depende del contexto social donde se apliquen las leyes (Amadeo et al, 2002). Según Loayza (2007), los criterios de costo-beneficio de la formalidad se ven relacionados a las características estructurales del subdesarrollo, principalmente en torno al nivel educativo, aspectos demográficos y la estructura productiva. Un menor nivel de educación estaría asociado a mayores niveles de informalidad dado que disminuye la productividad laboral. Una estructura productiva basada primordialmente en el sector primario, y no así en procesos industriales más complejos, fomenta la informalidad, atendiendo que la protección legal es más difícil de aplicar dado que el monitoreo estatal se ve limitado. Finalmente, una demografía con un elevado porcentaje de población joven y en áreas rurales propicia una mayor informalidad, debido a que se dificulta la provisión pública de educación o capacitación para los mismos.

Informalidad en Paraguay

Niveles Pre-COVID-19

El Paraguay se caracteriza por tener un alto grado de informalidad, tanto a nivel de empresas como empleos. Más aún, las cifras comparativas de organismos internacionales destacan al país por su nivel de informalidad. Así, el Banco Mundial ⁸ identificó a Paraguay como uno de los países con mayor porcentaje de empleo informal entre las economías emergentes de ingreso mediano alto. La Organización Internacional del Trabajo (OIT) posicionó al país como uno de los de mayor informalidad en América del Sur (superado por Bolivia y Ecuador) ⁹. Existen diferentes medidas de informalidad asociadas tanto a trabajos informales y a empresas informales. El gráfico I muestra un rango de entre 57% a 77% de participación de la economía informal para 2018, considerando las distintas medidas de informalidad con respecto a la población ocupada y la cantidad de empresas.

Gráfico I
Medidas de informalidad
En porcentaje



¹Ocupación informal se refiere a los trabajadores no agrícolas que no aportan a un sistema de seguridad social y cuentapropistas sin RUC. Fuente: DGEEC, Datos al 2018.

El empleo informal del país está asociado a la precariedad laboral, considerando la falta de acceso a seguros médicos, pensiones y a remuneraciones que no cumplen con los mínimos legales. Como se puede observar en el gráfico I con datos al 2018, el 57% de la población ocupada total no cuenta con seguro médico, mientras que el 77% de los ocupados no aporta a un sistema de seguridad social. Esta última medida refleja una situación más alarmante en el sector primario, donde el 96,8% (644.297 personas) no aporta a un sistema de seguridad social. Por su parte, en el sector secundario y terciario, el porcentaje de no aportantes es de 79% y 70,2%, respectivamente.

Considerando la definición de ocupación informal de la DGEEC, referida a los no cotizantes a un sistema de seguridad social y trabajadores independientes sin RUC, para los ocupados no agrícolas, la informalidad es del 64%, o 1.704.115 trabajadores en 2018. La distribución de ocupación informal por actividades económicas, excluyendo el sector primario, muestra que la mayoría se encuentra en las actividades de comercio, restaurantes y hoteles (36%), seguidas de los servicios sociales, comunales y personales (29%), consistente con un mayor nivel de empleo en el sector terciario (76%). Por otra parte, en el sector secundario, 14% de los ocupados informales están en industrias y 12% en construcción. Finalmente, las actividades más reguladas tienen menos trabajadores

⁸ Banco Mundial (2019). La naturaleza cambiante del trabajo

⁹ <https://www.ilo.org/global/statistics-and-databases/lang-en/index.htm>

informales, con el 6% de los mismos en servicios financieros, seguros e inmuebles y 4% en comunicaciones, transporte y almacenamiento (gráfico II)¹⁰.

Los datos de la DGEEC revelan disparidades por área de residencia y por sexo. En las zonas urbanas, el 61% de trabajadores no agrícolas está en el sector informal, mientras que en las zonas rurales el 74,4% tiene ocupación informal. De las mujeres ocupadas, el 66,8% se encuentra en el sector informal, mientras que para los hombres esta proporción se reduce al 62,3%. Al respecto, la Organización Internacional del Trabajo (OIT), en su publicación Mujeres y Hombres en la Economía Informal (2018), destaca que, especialmente en países de ingresos bajos y medianos bajos, hay un porcentaje mayor de mujeres en la economía informal, que a su vez normalmente se encuentran en situaciones más vulnerables que los hombres. Ello se debe a que principalmente son empleadas domésticas o trabajadoras familiares auxiliares, recibiendo menos remuneración en promedio.

Gráfico II
Ocupados informales por actividad económica no agrícola
Porcentaje sobre total de ocupados informales no agrícolas



Fuente: DGEEC, Datos al 2018.

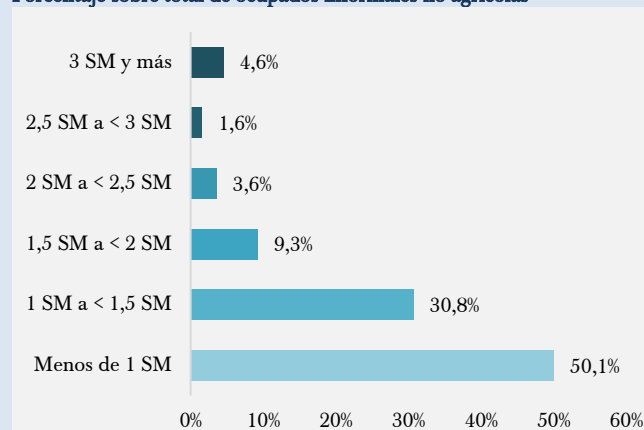
Por categoría ocupacional, la mayoría de los ocupados informales son principalmente empleados en el sector privado (45%), o trabajadores independientes por cuenta propia (31%). Los restantes empleos informales se componen en 14% empleados domésticos, 4,4%

¹⁰ Las tasas de informalidad no agrícola por actividad se detallan en el Recuadro II Medidas económicas para contener los efectos del COVID-19 del IPoM de Marzo 2020.

trabajadores familiares no remunerados, 3% empleadores y 3% ocupados en el sector público.

En cuanto al nivel de ingresos, de las personas con ocupación informal (no agrícola), más de la mitad (50,1%) gana menos de un salario mínimo (SM). Este porcentaje es bastante superior en comparación con el de asalariados totales, de los cuales, para el mismo periodo, 34,6% ganaba menos de un salario mínimo. Por otra parte, el promedio de ingresos de toda la fuerza laboral es de 1,1 SM¹¹. Estos datos señalan que el sector informal otorga en promedio menos remuneración que el formal. El 30,8% de los ocupados informales gana entre 1 y menos de 1,5 salarios mínimos. Superando este nivel y hasta 2 salarios mínimos se encuentra el 9,3% de dichos trabajadores. De esta manera, más del 90% de los ocupados informales (no agrícolas) gana menos de dos salarios mínimos. El restante 9,8% gana entre 2 SM y más (gráfico III).

Gráfico III
Ocupados informales por tramos de ingreso
Porcentaje sobre total de ocupados informales no agrícolas



SM= Salario Mínimo

Fuente: DGEEC, Datos al 2018.

Un estudio reciente sobre el sector informal y el ingreso laboral¹² del país compara las características principales, en promedio, de los trabajadores en el sector formal e informal (gráfico IV). En cuanto a la edad, años de experiencia y las horas trabajadas se observan similares características para ambos sectores. Por otra parte, los ingresos laborales por hora y mensuales, son 1,7 veces

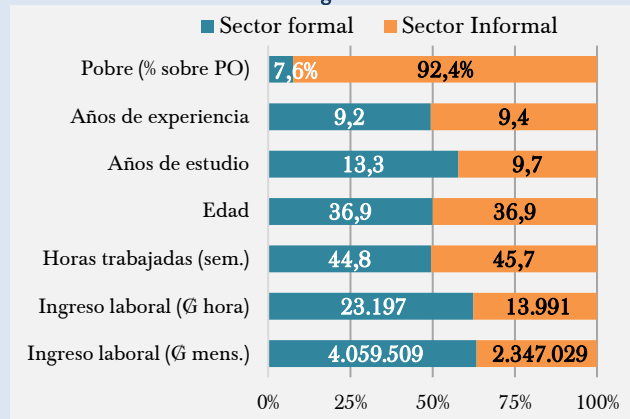
¹¹ Recuadro II, Análisis del Mercado Laboral de Paraguay. IPoM Dic 2019

¹² Garicoche (2019) El sector informal en el ingreso laboral en el Paraguay. Universidad Nacional de Asunción

mayores en el sector formal que en el informal, conforme a lo reportado por Garicoche (2019).

Datos de la DGEEC también comparan los niveles de pobreza en ambos sectores. El 7,6% de los pobres pertenecen al sector formal, mientras que el 92,4% de los mismos se encuentran en el informal. Además, en promedio, los trabajadores formales cuentan con 3,6 años de estudio más que los ocupados informales. Para verificar la relación causal entre pertenecer al sector informal y los ingresos laborales, controlando por las características mencionadas, mediante la ecuación de Mincer, el impacto estimado de Garicoche (2019) es de 27% menos de ingreso por hora para ocupados informales con relación a trabajadores del sector formal. Otra publicación anterior, Vargas (2015)¹³, utilizando una metodología similar, con la ecuación de Mincer, verificó que el salario promedio del sector informal era 40% inferior al del sector formal con datos al 2013. Adicionalmente, sugiere que ello se explica, en parte, por una menor productividad de los trabajadores informales, atendiendo el menor nivel de instrucción media, con aproximadamente 4 años de estudios menos en dicho periodo.

Gráfico IV
Características promedio de trabajadores formales e informales
En distintas unidades de medida según características



PO= Población Ocupada

Fuente: Garicoche (2019) y DGEEC, Datos al 2018.

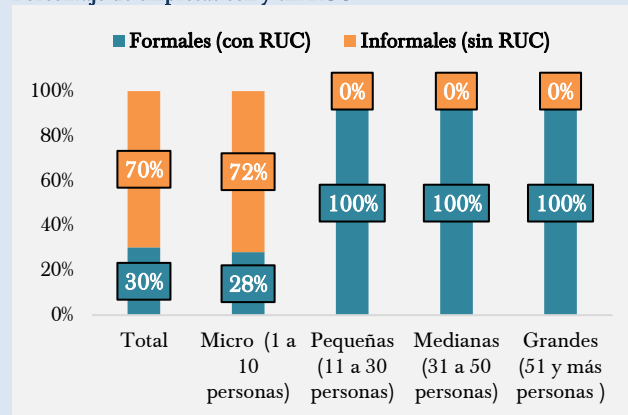
Por otra parte, las empresas informales no se encuentran registradas en los sistemas impositivos, evadiendo así los impuestos y tasas legales vigentes, restringiendo a su vez

¹³ Vargas (2015) Informality in Paraguay: Macro-Micro Evidence and Policy Implications. FMI

el acceso a canales formales de crédito. Las estadísticas del Directorio General de Empresas y Establecimientos (DIRGE) reflejan que, en 2018, 607.492 empresas no tenían un Registro Único de Contribuyente (RUC), lo cual representa el 70% del total de empresas que es de 870.598 (gráfico V). Todas las empresas informales pertenecen a la categoría de “micro” empresas, por emplear de 1 a 10 personas o por tratarse de cuentapropistas y contar con ingresos anuales de hasta G500 millones. Del total de cuentapropistas (329.620), el 90% no posee RUC por lo cual se encuentra en condición de informalidad.

Adicionalmente, cabe mencionar que, del universo de las empresas consideradas formales por tener RUC (263.106), sólo 47.000 cuentan con inscripción en el Instituto de Previsión Social (IPS) y en el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTESS)¹⁴. Por lo tanto, aun si pagan impuestos, muchas de las empresas formales no ofrecen seguridad social a sus empleados, quedando estos vulnerables ante contingencias como enfermedades y accidentes y sin perspectivas de recibir pensiones a determinada edad.

Gráfico V
Empresas informales
Porcentaje de empresas con y sin RUC



Fuente: DIRGE, DGEEC, 2018.

Además de las peores condiciones laborales en el sector informal, cabe verificar su interacción con el sector formal. Conforme a la Encuesta de Empresas del Banco Mundial del 2017¹⁵, el principal obstáculo para el clima de negocios son las prácticas de competidores del sector

¹⁴ Datos de la DGEEC y Viceministerio de Mipymes

¹⁵ Encuesta de Empresas de Paraguay, Banco Mundial.

informal (por no incurrir en costos legales), siendo el segundo la corrupción y el tercero la calificación de la mano de obra. Dicha encuesta también revela que el 72,3% de empresas de servicios formales compiten con establecimientos informales.

Escenario de pandemia de COVID-19

En el marco del Estado de Emergencia Nacional por la pandemia que llegó al país en marzo de 2020, el elevado grado de informalidad ha sido un desafío para el gobierno, empezando por la falta de registro de las personas con ocupación informal. Además, como se observa en el gráfico II, las principales actividades económicas del sector informal corresponden a rubros del sector terciario muy afectados por la pandemia de COVID-19 y las medidas de confinamiento, incluyendo al comercio, restaurantes y hoteles, servicios sociales, comunales y personales. Ante esta situación, el gobierno ha implementado diversos programas de protección social orientados a dar apoyo económico transitorio a personas en ocupación informal. Entre estos programas se encuentran Ñangareko, de apoyo para la seguridad alimentaria, y Pytyvõ que consiste en subsidios de emergencia, que requieren de un registro, lo cual ha permitido a su vez contar con más información sobre las personas vulnerables en situación de informalidad.

En cuanto a las microempresas, se han visto afectadas en gran medida, considerando que más del 72% de las mismas no cuenta con RUC, lo cual, sumado a la mayor percepción de riesgo observada por las entidades financieras, dificulta su acceso a créditos que son fundamentales en este contexto. Esto cobra aun mayor relevancia teniendo en cuenta que el 64% de la población ocupada trabaja en microempresas. Ante esto, el gobierno, mediante la creación de un Fideicomiso y del Fondo de Garantía para Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (Mipymes), ha impulsado diversas líneas de créditos con garantías estatales de modo a que las Mipymes puedan conseguir préstamos en condiciones más favorables. Ello crea incentivos para que las Mipymes informales puedan formalizarse e incluso se ha previsto la simplificación del proceso de su formalización, reduciendo los trámites a un formulario único. Al primer

semestre, los registros del MTESS indican que 1.128 empresas se inscribieron en la Dirección de Registro Obrero Patronal, entre las cuales se incluyeron Mipymes y grandes empresas, sumando un total de 2.643 trabajadores formales¹⁶.

Conforme a la Encuesta Permanente de Hogares más reciente de la DGEEC, al 2do trimestre de 2020, la población ocupada no agrícola (2.480.446) se redujo, con 232.690 menos personas en comparación con las cifras del 2do trimestre de 2019 (2.713.136). Esta caída se explica principalmente por reducciones en el sector informal no agrícola, dado que se registraron 176.719 menos mano de obra ocupada en este sector, mientras que en el sector formal se registró una disminución de 61.093 personas. Además, en el Boletín Trimestral de Empleo de la DGEEC se señala que, dentro del sector informal, los más afectados fueron los trabajadores del sector privado que se dedican a la actividad de comercio. Estos datos muestran que la crisis sanitaria y el paro de actividades ha provocado un mayor impacto en la ocupación informal que en el empleo formal.

Comentarios Finales

El tamaño del sector informal en el país es importante, está caracterizado por menores ingresos de los trabajadores y concentra una alta proporción de la pobreza. Por otro lado, es alta la cantidad de trabajadores excluidos de la seguridad social, en especial en el sector primario. También se ha verificado que la informalidad se da en mayor medida en áreas de residencia rurales y que existe una mayor proporción de mujeres en ocupación informal relativa a los hombres. Adicionalmente, el nivel de instrucción es inferior en el sector informal, lo cual sugiere a priori una menor productividad.

En cuanto a las empresas informales, al no estar registradas como contribuyentes no tienen acceso a créditos formales y/o algún sistema de protección legal. Por otro lado, las empresas formales se ven afectadas por la competencia desleal con que operan algunas firmas informales, por no incurrir en determinados costos

¹⁶ Segundo Informe Presidencial

(impuestos, tasas, aportes laborales, etc.) al no cumplir con el marco regulatorio vigente.

Ante el choque global de la pandemia de COVID-19, se han amplificado los efectos contractivos dentro del sector informal, atendiendo la mayor reducción de ocupados informales. La amplitud de efectos de la crisis ha deteriorado las cuentas fiscales que, para mantener una senda sostenible, necesitará, entre otros aspectos, políticas de formalización. Más aún, combatir la informalidad será fundamental para promover un crecimiento económico inclusivo y ampliar la cobertura de la protección social. En este sentido, algunas políticas que contribuyen a la reducción de la informalidad incluyen: a) mejorar el monitoreo del cumplimiento de las regulaciones, así como aplicar multas y sanciones adecuadas para el caso de incumplimiento; b) simplificar los trámites y reducir procesos burocráticos innecesarios y; c) la mejora de la efectividad de los servicios gubernamentales y sociales, lo que incrementa los costos de quedar fuera del sector formal.

Referencias

Amadeo E., Gill I. y Neri, M. (2002) *Pressure Points: Assessing the impact of labor regulations on informal workers in Brazil*. World Bank.

Amarante, V. (2019) *Informalidad en América Latina: perspectivas complementarias*. CEPAL. Seminario Internacional.

Banco Mundial (2019). *La naturaleza cambiante del trabajo*

Castillo, P. & Montoro, C. (2012) *Dinámica Inflacionaria en Presencia de Informalidad en Mercados Laborales*. Economía Chilena. Volumen 15, N°1.

De Soto, Hernando (1989) *The Other Path: The Invisible Revolution in the Third World*, HarperCollins.

Farrell, D. (2004) *The hidden dangers of the informal economy*. McKinsey Global Institute.

Garicoche, J. (2019) El sector informal en el ingreso laboral en el Paraguay. Año 2018. Universidad Nacional de Asunción

Harris J. y Todaro M. (1970) *Migration, Unemployment and Development: A Two-Sector Analysis*. The American Economic Review.

La Porta, R. & Shleifer A. (2008) *The Unofficial Economy and Economic Development*. NBER

Loayza, N. (2007) *Las causas y consecuencias de la informalidad en el Perú*. Banco Mundial

Organización Internacional del Trabajo (2018) *Mujeres y Hombres en la Economía Informal: Un panorama estadístico*

Vargas, J. (2015) *Informality in Paraguay: Macro-Micro Evidence and Policy Implications*. FMI

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Septiembre 2020



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay