

Resumen Ejecutivo

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

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

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

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

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

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

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

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

En el contexto de la recuperación económica, la inflación total y las medidas subyacentes han seguido mostrando una trayectoria ascendente, aunque todavía se ubican en niveles bajos, respecto del objetivo de mediano plazo. Los incrementos registrados en los precios de los alimentos, de ciertos bienes y servicios de la salud y del cemento han explicado esta aceleración, mientras que la caída interanual de los precios de los combustibles ha continuado con una incidencia negativa en la inflación total, la subyacente y la núcleo. La inflación interanual total promedio de los meses de octubre y noviembre se situó en 1,9%, superior al 1,4% observado en el tercer trimestre del 2020. De la misma manera, la inflación subyacente (que excluye frutas y verduras) y la subyacente X1 (que, además de frutas y verduras, excluye a los servicios tarifados y a los combustibles), promediaron tasas interanuales del 2,0% y 3,2%, respectivamente, por encima de las tasas verificadas en el trimestre anterior (1,5% y 2,6%). Al mismo tiempo, la inflación núcleo promedió una tasa interanual de 1,8%, superior a la apuntada en el trimestre previo (1,6%).

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

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

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

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

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

¹ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección

(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

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

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

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

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

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

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

Informe de Política Monetaria
Diciembre 2020



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay