

Inflación de octubre y el escenario para la TPM

Wildo González
Economista
wgonzalez@basacapital.com.py

4 de noviembre 2025

Resumen Ejecutivo

La inflación de octubre registró una sorpresa negativa, resultando en -0,14% m/m, ubicándose por debajo de las expectativas del mercado (0,1% m/m) y marcando la tercera sorpresa negativa consecutiva. Lo más relevante no radica en los componentes volátiles, sino en el comportamiento atípico de la inflación subyacente (SAE), que registró -0,23% mensual y se sitúa en 2,32% anual, muy por debajo de sus patrones históricos y pero dentro del rango de tolerancia de la nueva meta de inflación. Este descenso acelerado evidencia un traspaso asimétrico del tipo de cambio: mientras aumentos previos no se reflejaron completamente en precios, la reciente apreciación del PYG/USD se trasladó rápidamente tanto a bienes como a servicios y rentas.

El comportamiento inusual de la inflación de servicios y renta (0,0% m/m en octubre) sugiere que este componente podría no ser tan no transable como se asumía, revelando una posible dolarización parcial mayor a la esperada en salarios y rentas. Esta dinámica, junto con la caída consecutiva en precios de bienes desde agosto, indica una persistencia superior a la habitual en el ajuste de precios, coincidiendo con la sostenida apreciación cambiaria y señales de alta rotación de inventarios en bienes de consumo.

Este escenario, combinado con los recortes de tasas de la Reserva Federal y la convergencia más rápida de lo esperado hacia la meta de inflación, abre la posibilidad de que el Banco Central del Paraguay considere ajustar su Tasa de Política Monetaria (TPM). Aunque un recorte en 2025 es posible si la inflación SAE de noviembre muestra nuevamente caídas intensas, el escenario más probable es una reducción en el primer trimestre de 2026, con una TPM proyectada de 5% anual para diciembre de 2026.

1. Inflación por debajo de expectativas de mercado

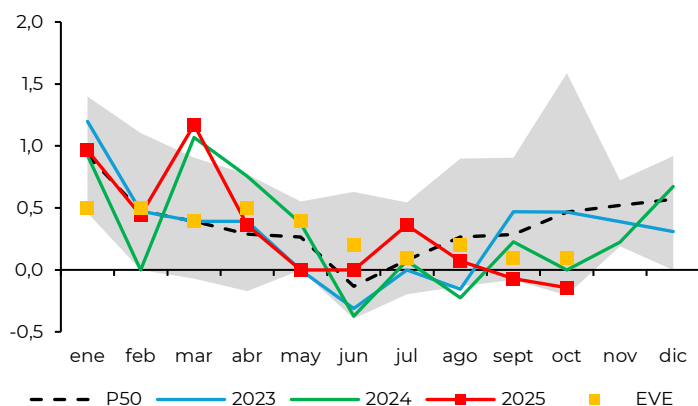
La inflación mensual en octubre fue de -0,14% m/m, por debajo de lo anticipado por las expectativas del mercado, que preveían un incremento de 0,1% m/m. La Encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE) sugería implícitamente que los componentes estacionales que tienden a caracterizar el comportamiento de estos meses no se materializarían completamente. De haber sido así, las expectativas deberían haberse situado en torno a la mediana histórica de la inflación de octubre, con un incremento esperado de 0,30% m/m. Desde nuestra perspectiva, dado el contexto de apreciación intensa del tipo de cambio nominal PYG/USD, las expectativas del mercado tenían sustento, e incluso habría sido esperable una inflación de 0% m/m, aunque los componentes volátiles no presentaran un comportamiento anormal.

Sin embargo, la sorpresa negativa de -0,24 p.p. en la inflación mensual, aunque no parezca significativa, resulta bastante relevante. Esto se debe a que es la tercera sorpresa negativa consecutiva en las expectativas de inflación mensual. Esta inflación menor a la esperada podría contribuir a que la apreciación del tipo de cambio real (usando la

inflación del consumidor como deflactor) no sea tan intensa. En general, la inflación total indica una trayectoria que, a pesar de los valores en términos anuales, va convergiendo hacia los nuevos valores acordes a la nueva meta de inflación de 3,5% ($\pm 2\%$) del Banco Central del Paraguay (BCP).

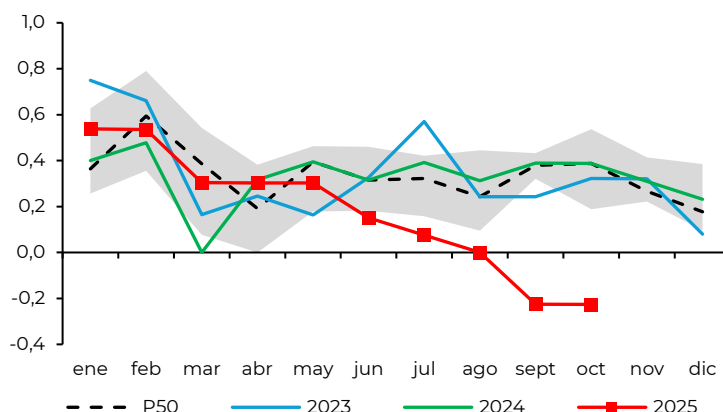
No obstante, el aspecto agri dulce del resultado de inflación por debajo de las expectativas —a pesar de la discusión pública relacionada con los precios de alimentos— no radica en los componentes volátiles de la inflación, sino en que la inflación del IPCSAE (que excluye alimentos, combustibles y tarifas) registró un resultado de -0,23% mensual. Este resultado representa el segundo mes consecutivo negativo y la quinta vez que se sitúa por debajo de su comportamiento habitual marcado por la estacionalidad de sus componentes. Como mencionamos anteriormente, el comportamiento de la inflación SAE se encuentra muy por debajo de sus promedios históricos y de su perfil estacional. Adicionalmente, utilizando los clásicos modelos univariados —que a pesar del paso del tiempo y del desarrollo de los modelos de proyección de inflación (y sus componentes) siguen siendo relevantes—, la proyección de este modelo univariado presentó un error significativo. No obstante, el error de proyección no es significativo en un contexto multivariado al introducir de manera exógena el comportamiento esperado del tipo de cambio PYG/USD. Este comportamiento genera señales de alerta, tanto para la posición de la política monetaria como para contextualizar el comportamiento de los precios relativos y cómo estos reciben las señales externas e internas. Es importante recordar la relevancia de la inflación SAE, siendo esta la medida que agrupa la serie de precios que sí pueden ser afectados en el mediano y largo plazo por las acciones de la política monetaria. Por ende, debería ser el foco principal de monitoreo de la política monetaria.

Figura 1: Perfil inflación
(variación mensual, porcentaje)



Fuente: BCP.
Nota: áreas grises corresponden al intervalo del percentil 20 al 80, correspondiente a datos de enero 2004 a diciembre 2024.

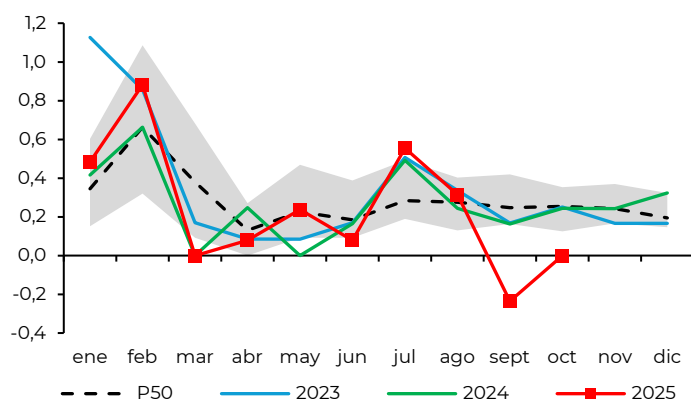
Figura 2: Perfil inflación SAE
(variación mensual, porcentaje)



Fuente: BCP.
Nota: áreas grises corresponden al intervalo del percentil 20 al 80, correspondiente a datos de enero 2004 a diciembre 2024.

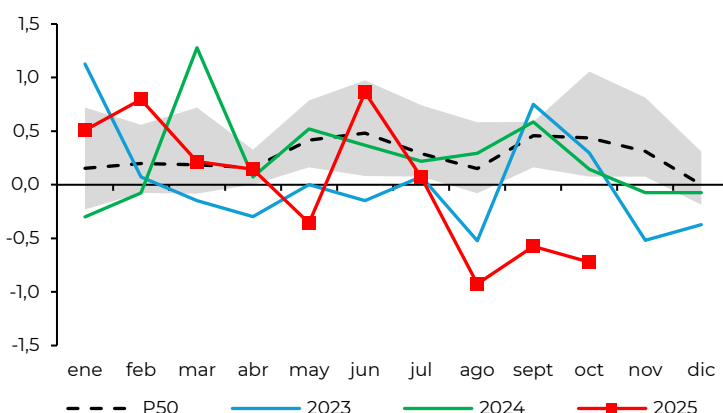
Al revisar los principales índices que componen la inflación SAE, observamos en la figura 3 que la inflación de servicios y renta presenta grandes diferencias respecto al comportamiento de los últimos dos años. Para contextualizar, en la inflación de servicios y renta son particularmente relevantes los meses de febrero y julio. ¿Por qué? En febrero posiblemente se revisan los precios sujetos a la inflación del año anterior, por lo que en ese mes se ajustan. Por su parte, julio es el mes en que comúnmente se revisa el salario mínimo y, dado que una parte importante de los costos —especialmente en las pequeñas y medianas empresas— está concentrada en la mano de obra, se observa un aumento en los precios de los servicios derivado de los incrementos salariales.

Figura 3: Perfil inflación servicios y renta
(variación mensual, porcentaje)



Fuente: BCP.
Nota: áreas grises corresponden al intervalo del percentil 20 al 80, correspondiente a datos de enero 2004 a diciembre 2024.

Figura 4: Perfil inflación bienes sin alimentos
(variación mensual, porcentaje)



Fuente: BCP.
Nota: áreas grises corresponden al intervalo del percentil 20 al 80, correspondiente a datos de enero 2004 a diciembre 2024.

En la figura 3 observamos que la inflación de servicios y renta sigue fuera de sus patrones históricos, manteniendo prácticamente el mismo nivel de la caída observada en septiembre (-0,24% m/m), con un resultado para octubre de 0,0% mensual, es decir, sin cambios respecto al mes anterior. Esto llama la atención, ya que no estamos en un periodo donde los contratos se revisen conforme a la inflación pasada, ni hay cambios en el salario mínimo o señales que indiquen un periodo de renegociación salarial por parte del sector privado.

Un aspecto importante respecto al comportamiento de la inflación de servicios y renta es que comúnmente esta tiende a estar asociada al comportamiento de los precios no transables (es decir, locales), que en general asumimos se encuentran denominados en moneda local (guaraníes). Sin embargo, esta caída en la inflación de servicios y renta podría indicar que este componente no es tan no transable como se esperaba, y que posiblemente existe una proporción mayor de precios (salarios o rentas) denominados en moneda extranjera. Esto se debe a que la caída de este componente coincide fuertemente con la reciente apreciación del tipo de cambio nominal PYG/USD.

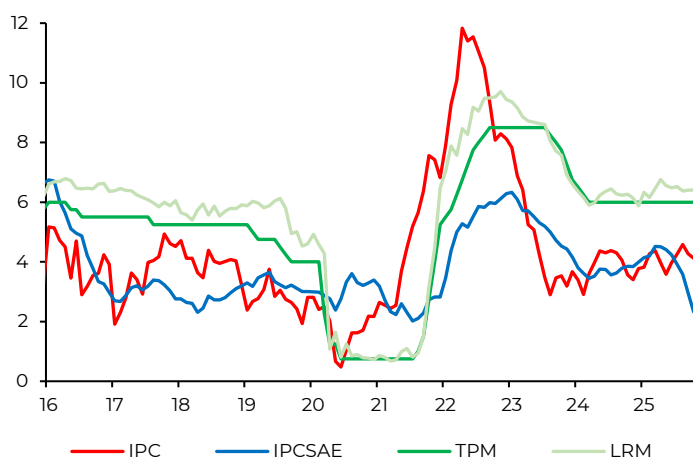
Por otro lado, en la figura 4 observamos el perfil estacional y el comportamiento reciente de la inflación de bienes excluyendo alimentos. [Nota: verificar si incluye combustibles para precisar la definición del indicador]. En esta se observa que la inflación de bienes ha sido particularmente volátil en los últimos meses. Lo relevante es que ha presentado retrocesos intensos respecto a su comportamiento habitual marcado por la estacionalidad de sus componentes, manteniéndose con una caída consecutiva desde agosto (coincidiendo con la apreciación del PYG/USD). Esto indicaría una persistencia mayor a la habitual en el ajuste de los precios de los bienes.

2. Inflación total moderada, pero la SAE no tanto

La inflación interanual se ubicó en 4,12% lo que refleja que, por el momento, la inflación no representa un problema grave, dando a entender una convergencia suave a la nueva meta de inflación del Banco Central. Sin embargo, esto puede que no necesariamente sea cierto, y puede que subyacentemente se esté. En particular, la inflación subyacente (SAE) se encuentra en 2.32% anual, dando cuenta que los ajustes en los precios SAE han sido más rápido que lo previsto. Para poner en contexto, la inflación SAE en términos anuales de julio era de 3,91% anual. Este brusco descenso en la inflación SAE, puede dar cuenta de un traspaso asimétrico del tipo de cambio nominal, en periodos anteriores de

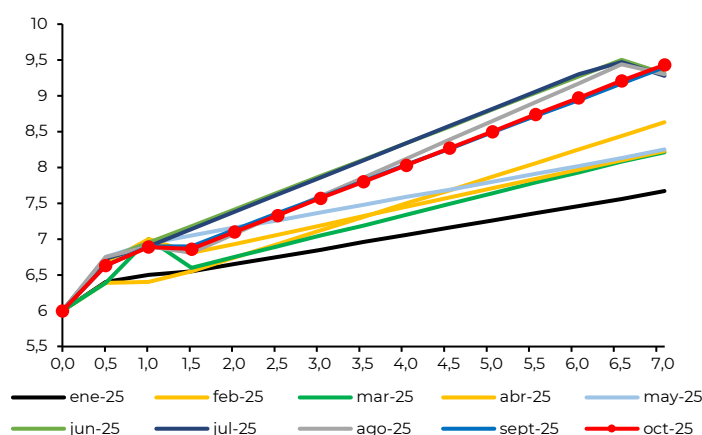
aumentos recientes del tipo de cambio, estos no fueron completamente traspasados a los precios al consumidor, pero parece ser que la caída reciente del tipo de cambio PYG/USD fue traspasado rápidamente tanto a los bienes como a los servicios y renta que forman parte de la inflación SAE. Esto, dentro de una lectura global del estado de la economía, da sustento y concuerdan con los buenos resultados observados en el sector del comercio (consumo privado), y observando el incremento en las importaciones de consumo, posiblemente estaríamos dentro de un ciclo de alta rotación de inventarios de los bienes de consumo.

Figura 5: Inflación y Política Monetaria
(variación anual, porcentaje)



Fuente: BCP.

Figura 6: Curva Soberana en Guaraníes
(porcentaje)



Fuente: BCP.

El escenario planteado por el dato de inflación de octubre presenta un desafío interesante para el Banco Central. La caída del tipo de cambio nominal PYG/USD ha generado una convergencia hacia los nuevos niveles deseados para la meta de inflación de 3,5% anual, posiblemente más rápido de lo previsto o deseado. En el ámbito externo, los esperados recortes de tasas por parte de la Reserva Federal se han ido materializando, a pesar de las dudas y el ruido, cumpliendo con las expectativas del mercado. Esto abre la posibilidad de que el Banco Central pueda reaccionar tanto a los recortes de la FED como a la caída del tipo de cambio nominal PYG/USD.

Este contexto cobra especial relevancia en la coyuntura actual, donde la caída del tipo de cambio ha sido más persistente de lo previsto por el mercado, permitiendo un ajuste a la baja en los precios de los bienes importados, lo que parece reflejarse en la inflación SAE. Precisamente, si el comportamiento reciente de la inflación SAE responde a elementos no lineales que hacen más efectivo el traspaso de la caída del tipo de cambio a los precios importados, esto

quita presión al Banco Central. Por ello, podría ser razonable considerar un ajuste en un entorno externo donde parece que los recortes de tasa de la FED serán más intensos de lo previsto, especialmente si los datos (postergados por el cierre del gobierno de EE.UU.) resultan menores a lo esperado y dan cuenta de un mercado laboral más débil de lo anticipado por la propia FED y las expectativas de los mercados financieros internacionales.

La respuesta clásica de los bancos centrales emergentes con metas de inflación es acompañar la baja de tasas para mantener el diferencial de tasa de interés y evitar una apreciación muy intensa de sus monedas (ya que la apreciación nominal conlleva una apreciación del tipo de cambio real, reduciendo la competitividad de las exportaciones). Por ello, es probable que los principales bancos centrales de países emergentes (incluidos los de LATAM) reduzcan su tasa de política monetaria. En este contexto, no sería descartable que el Banco Central reduzca su Tasa de Política Monetaria (TPM), probablemente no en 2025 (aunque no es imposible), siendo más probable en el primer trimestre de 2026.

Un escenario que podría llevar al Banco Central a una reducción de la TPM en este último tramo de 2025 sería un resultado de inflación SAE de noviembre nuevamente con una caída intensa y fuera de los patrones estacionales, lo que justificaría una reducción de 25 puntos base en la reunión del Comité de Política Monetaria (CPM) de diciembre. Finalmente, la configuración de este nuevo escenario macroeconómico podría llevar a una TPM de 5% anual para diciembre de 2026.

3. Consideraciones finales

El comportamiento reciente de la inflación presenta un panorama complejo que requiere atención cuidadosa por parte del Banco Central del Paraguay. Si bien la inflación total de 4,12% anual sugiere una convergencia ordenada hacia la nueva meta de 3,5% ($\pm 2\%$), el rápido descenso de la inflación SAE de 3,91% en julio a 2,32% en octubre plantea interrogantes sobre la velocidad y los mecanismos de transmisión de la política cambiaria a los precios internos. Este ajuste acelerado, que excede lo proyectado por modelos tradicionales, evidencia que el traspaso del tipo de cambio a los precios domésticos puede ser más asimétrico y dependiente de las condiciones de mercado de lo anteriormente estimado.

La persistencia de la apreciación del PYG/USD y su efectivo traspaso a la inflación SAE sugieren que el componente no transable de la economía paraguaya podría ser menor al tradicionalmente asumido, con implicaciones importantes para la efectividad de la política monetaria y para la gestión del tipo de cambio real. Esta situación, sumada al contexto internacional favorable caracterizado por recortes de tasas de la Reserva Federal, configura una ventana de oportunidad para que el Banco Central considere un ajuste en su postura monetaria sin comprometer la estabilidad de precios ni generar presiones inflacionarias no deseadas.

Finalmente, la decisión sobre el timing del ajuste de la TPM dependerá críticamente del comportamiento de la inflación SAE en los próximos meses. Una profundización de las caídas fuera de patrones estacionales en noviembre podría justificar una acción anticipada en diciembre de 2025; de lo contrario, un enfoque más prudente apuntaría al primer trimestre de 2026. En cualquier caso, el monitoreo estrecho de la inflación subyacente debe ser prioritario, dado su carácter de indicador líder del impacto de las acciones de política monetaria en el mediano y largo plazo, y considerando que la convergencia a la meta debe ser sostenible y no producto únicamente de shocks cambiarios temporales.