

## Resumen Ejecutivo

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

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

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

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

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

|  | 2019 | 2020(f) | 2021(f) | 2022(f) |
|--|------|---------|---------|---------|
| Inflación IPC promedio (*)                       | 2,4  | 2,2     | 3,7     |         |
| Inflación IPC diciembre (**)                     | 2,8  | 2,4     | 3,7     |         |
| Inflación IPC en torno a 2 años (***)            |      |         |         | 4,0     |
| Inflación IPC subyacente promedio (*)            | 2,3  | 1,9     | 3,7     |         |
| Inflación IPC subyacente diciembre (**)          | 2,8  | 2,0     | 3,7     |         |
| Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***) |      |         |         | 4,0     |

(f) Proyección

(\*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

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

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

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

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