

## Resumen Ejecutivo

Desde el IPoM de marzo, las perspectivas de crecimiento económico mundial se han vuelto a deteriorar, principalmente debido a los efectos prolongados de la pandemia de la Covid-19. Durante los periodos de cuarentena total, los indicadores de corto plazo de actividad económica registraron caídas significativas. A partir de la reapertura gradual de algunos sectores económicos se ha observado una recuperación en dichos indicadores. No obstante, se prevé una ralentización en el proceso de recuperación, con medidas de contención extendiéndose más allá del segundo trimestre dado que persiste la fase de aceleración de contagios en algunas regiones. Los precios internacionales de *commodities* registraron puntos mínimos en abril, aunque han mostrado señales de recuperación posteriormente. El panorama global continúa marcado por la incertidumbre, afectando las condiciones financieras internacionales.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) registró una contracción anualizada del 5,0% en el primer trimestre de 2020, tasa muy inferior a la observada en el trimestre anterior (2,1%). Este resultado se vio explicado principalmente por el deterioro del consumo de hogares, de la inversión privada, la inversión residencial en activos fijos, los inventarios y las exportaciones. En el segundo trimestre de 2020, el PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero se ubicó en zona de expansión en junio, luego de haber registrado su punto más bajo en abril. Pese a las mejoras en el margen, las perspectivas de crecimiento para 2020 se debilitaron respecto al informe anterior, pasando de -3,5% a -5,6%. Con relación al nivel de precios, se ha observado un descenso en la inflación en el segundo trimestre, situándose en 0,6% interanual en junio (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 adoptó medidas no convencionales para apoyar la economía.

En la Eurozona, la variación interanual del PIB en el primer trimestre de 2020 fue -3,1%, bastante inferior al 1,0% registrado en el cuarto trimestre de 2019. Respecto al segundo trimestre de 2020, el indicador manufacturero (PMI) ha permanecido en zona de contracción con un nivel mínimo en abril y una mejora en los meses posteriores. Ante este contexto, los pronósticos de crecimiento para 2020 se han reducido, situándose en -8,1%, anual (-5,3% en el IPoM anterior). En cuanto a los precios, en junio se ubicó en 0,3% interanual, observándose una reducción de los indicadores de inflación respecto al cierre del primer trimestre de 2020 (0,7%), manteniéndose en niveles bajos con relación a la meta. 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 profundizado el programa de compra de activos para asegurar la liquidez en todos los países de la Eurozona.

En China, los datos del primer trimestre de 2020 señalan una retracción de 6,8% en términos interanuales, revirtiéndose respecto al trimestre anterior (6,0%). El menor desempeño se explica por el impacto del brote de la Covid-19 que deterioró principalmente al sector de servicios, a las ventas minoristas y a la construcción. Por otra parte, los datos del segundo trimestre de 2020 muestran una recuperación del sector manufacturero, situándose en zona de expansión. Los pronósticos de crecimiento para el año 2020 se revisaron ligeramente a la baja pasando de 2,0% (del IPoM anterior) a 1,8% anual.

En Brasil, el PIB del primer trimestre de 2020 registró una contracción interanual del 0,3%, por debajo del crecimiento de 1,7% registrado en el trimestre anterior. Este deterioro se debió fundamentalmente a la caída en el consumo de los hogares, aunque fue atenuada por incrementos en la formación bruta de capital fijo. Por otra parte, los datos del segundo trimestre de 2020 señalaron una contracción significativa del 15,1% de la actividad económica en abril, mientras que el PMI manufacturero mostró una mejora relativa en junio. En cuanto a la proyección de crecimiento, la misma se revisó a la baja para el 2020 con relación a la reportada en el informe anterior, pasando de -2,5% anual a -6,5%. En lo referente al nivel de precios, las medidas de inflación muestran una desaceleración (2,1% en junio), ubicándose incluso por debajo del límite inferior del rango meta, que para 2020 es de 4% +/- 1,5 p.p. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil redujo la tasa SELIC en mayo y junio, hasta situarla en 2,25% anual.

En Argentina, el PIB del primer trimestre de 2020 registró una disminución interanual de 5,4%, por debajo de la tasa registrada en el trimestre anterior (-1,1%). En el segundo trimestre de 2020, los datos más recientes de la actividad económica

arrojaron una contracción interanual del 26,4% en abril, con desempeños negativos en todas las ramas de actividad económica. El indicador de actividad manufacturera exhibió una reducción importante en la producción industrial en abril y en mayo. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2020 fue ajustado a -9,1%, por debajo de lo previsto en el informe anterior (-5,0%). Con relación al nivel de precios, se ha observado una moderación en la inflación (42,8% interanual en junio), aunque permanece elevada. Cabe destacar que, en el segundo trimestre, el gobierno argentino ha presentado propuestas de reestructuración de la deuda externa argentina. Dado este escenario, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) mantuvo el límite inferior de la tasa de Leliq en 38%.

En el contexto local, la actividad económica y la demanda continuaron mostrando una buena dinámica en el primer trimestre del 2020, debido principalmente a los resultados observados en los dos primeros meses del año. En dicho trimestre, el PIB registró un crecimiento interanual de 3,5%, explicado, en gran medida, por el desempeño favorable de la agricultura, servicios y construcción (oferta). Por el lado del gasto, los componentes con mayor incidencia positiva fueron el consumo privado, la formación bruta de capital y el consumo de gobierno. Por su parte, las exportaciones netas registraron una variación negativa. A partir del mes de marzo, con la implementación de las necesarias medidas de contención social para evitar la propagación masiva del coronavirus, los indicadores del sector real se deterioraron significativamente, especialmente en el mes de abril. En ese sentido, se prevé una retracción importante en el segundo trimestre del año.

Con relación a la evolución de los precios, las presiones inflacionarias desde el último IPoM han permanecido acotadas, debido principalmente al fuerte choque de demanda tanto interno como externo generado por el brote del coronavirus a nivel local y mundial, y por las medidas implementadas para evitar su propagación. De este modo, durante el segundo trimestre del 2020, la inflación total y las medidas subyacentes se han reducido hasta ubicarse por debajo del límite inferior del rango meta. Se destacan las reducciones, por un lado, en los precios de los combustibles, fuertemente condicionados por las cotizaciones del crudo a nivel internacional, lo que motivó la reducción del precio del pasaje urbano, y por otro lado en las disminuciones de los precios de la carne vacuna, debido a la menor demanda tanto externa como interna, lo que ocasionó un exceso de oferta local. En promedio, el IPC general tuvo una variación interanual del 1,1% durante el segundo trimestre, por debajo del 2,6% verificado durante el primer trimestre del 2020. Por su parte, la inflación subyacente, la subyacente X1 y la núcleo se ubicaron en 1,3%, 2% y 1,6%, respectivamente, inferiores a las observadas en el primer trimestre (2,8%, 2,9% y 2,4%).

En cuanto a las decisiones de política monetaria, el Comité de Política Monetaria (CPM) redujo la tasa de referencia en 50 puntos básicos (pb) en la reunión de junio, completando de esta manera un recorte de 325 pb desde la irrupción del coronavirus a nivel local, con lo cual la tasa (TPM) se situó en 0,75% anual al cierre de este informe. Esta decisión se fundamentó principalmente en las menores presiones sobre los precios observadas y previstas, teniendo en cuenta el mayor deterioro del panorama externo, sumado al debilitamiento de la demanda interna. El CPM consideró apropiado distender aún más la posición acomodaticia de la política monetaria a un nivel compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria.

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB del 2020 ha sido ajustada a la baja, de -2,5% a -3,5%, teniendo en cuenta los últimos registros observados del desempeño sectorial, como así también de la evolución más probable de los indicadores económicos en los próximos meses. Por el lado de la oferta, la corrección se debe fundamentalmente a los sectores terciario y secundario, en tanto que, las estimaciones para el sector primario se han ajustado favorablemente. En el sector servicios, el impacto negativo ha sido importante sobre las actividades ligadas al turismo y sobre aquellas que implican aglomeración de personas (hoteles, restaurantes, transporte, comercio de frontera, espectáculos, cines, etc.) y, que dada la situación epidemiológica en el país y en los países vecinos, el panorama permanece complejo para estos segmentos. De esta manera, las retracciones esperadas para comercio y otros servicios son mayores con relación al informe anterior. En el sector secundario, los datos observados para algunas ramas manufactureras se ubicaron por debajo de lo previsto en el IPoM anterior, tales como la producción de químicos, bebidas y tabacos y textiles, los cuales explican una estimación menor para la industria manufacturera. Asimismo, la producción de energía eléctrica fue menor a la esperada, explicada por un menor

caudal hídrico del río Paraná y una menor demanda por parte de Brasil. Sin embargo, los indicadores de la construcción han mostrado un repunte importante luego del periodo de confinamiento y, por lo tanto, la proyección del sector ha sido ajustada al alza. A diferencia de los dos sectores anteriores, el panorama para el sector primario ha mejorado con respecto a la estimación previa, por una revisión al alza en las tasas de crecimiento del sector agrícola (soja) y de la ganadería.

Por el lado del gasto, el consumo privado y el público han sido revisados a la baja, sin embargo, para la inversión se prevé una recuperación, explicada fundamentalmente por el mayor impulso de las construcciones. Así, la demanda interna registrará una menor caída con relación a la presentada en el informe anterior. En cuanto a la demanda externa, la previsión de reducción de las exportaciones ha sido ajustada a la baja, debido al pronóstico de una mayor contracción de las reexportaciones, considerando que el cierre de las fronteras persistirá en los próximos meses. Por su parte, para las importaciones, la contracción será más baja, en línea con la menor caída estimada para la demanda interna. No obstante, la incidencia de la demanda externa será positiva, aunque por debajo de la prevista en el informe anterior.

### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

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

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

En el escenario base del IPoM pasado, ya se había asumido un deterioro significativo de la brecha del producto, debido principalmente a una caída considerable de la demanda interna. En este IPoM, la brecha del producto se supone más abierta (más negativa), cuyo efecto también se refleja en la revisión a la baja de la proyección del PIB para este año. Esta mayor holgura de capacidad implica una reducción importante de las presiones inflacionarias, que igualmente se ha constatado en los bajos niveles de inflación en lo que va del año. Las proyecciones centrales de la inflación total y subyacente para el 2020 se ubican en niveles de 1,2% y 1,1%, respectivamente, por debajo de lo estimado en el informe anterior, para ir convergiendo a la meta de 4% anual hacia el segundo trimestre del 2022 en el horizonte de política monetaria. La mayor velocidad de convergencia de ambas medidas de inflación en el horizonte de política monetaria se fundamenta en un cierre de brecha más rápido que lo previsto en el IPoM pasado, que, en parte, se explica por una política monetaria más expansiva que, junto con el impulso fiscal del gobierno, contribuirán a la recuperación gradual de la actividad económica. Además, en línea con el comportamiento de las monedas de la región, se supone un nivel de tipo de cambio que se sitúa por encima de lo estimado anteriormente.

<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  | 1,1     | 3,7     |         |
| Inflación IPC diciembre (**)                     | 2,8  | 1,2     | 3,8     |         |
| Inflación IPC en torno a 2 años (***)            |      |         |         | 4,0     |
| Inflación IPC subyacente promedio (*)            | 2,3  | 1,3     | 3,7     |         |
| Inflación IPC subyacente diciembre (**)          | 2,8  | 1,1     | 3,8     |         |
| 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 segundo trimestre de 2022.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Con relación al escenario de riesgos, en el ámbito internacional, se ha observado un proceso de recuperación más lento de lo anticipado, con lo cual se han materializado algunos riesgos de mayor deterioro en las perspectivas de crecimiento económico señalados en el IPoM anterior. En el segundo semestre del año, se prevé que, a pesar del levantamiento gradual del confinamiento, continuarán en cierta medida el distanciamiento social, las restricciones a ciertas actividades y la necesaria implementación de medidas sanitarias que limitan la producción de algunos sectores económicos. Una aceleración de la propagación del virus podría nuevamente retroceder los avances, deteriorando aún más el panorama macroeconómico. A su vez, la ralentización de la recuperación económica requerirá de políticas fiscales contracíclicas que mitiguen los efectos de la pérdida de ingresos, presionando aún más las cuentas fiscales y los niveles de endeudamiento de los países. No obstante, el desarrollo eventual de una vacuna efectiva para prevenir el contagio del nuevo coronavirus podría acelerar la recuperación de la economía mundial.

Recientemente se han observado mejoras relativas en el comercio internacional, ocasionando un leve repunte en los precios internacionales de *commodities*. No obstante, las proyecciones para las principales materias primas, incluyendo a las más relevantes para los ingresos de exportación del país (soja, maíz y carne), indican que sus precios promedio del 2020 se ubicarían por debajo del promedio del año anterior, en especial la cotización del petróleo. Los menores precios del crudo continuarían incidiendo en los precios de los combustibles en el mercado doméstico, presionando a la baja la inflación total.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, si bien el EMBI, principal indicador de riesgo país, se redujo desde el informe anterior, la prolongación excesiva de la crisis sanitaria podría estresar los sistemas financieros y las posibilidades de financiamiento externo, empeorando la percepción de riesgo de las economías emergentes y en desarrollo.

En la región, la situación epidemiológica en Argentina y Brasil ha empeorado desde el último IPoM, al tiempo que, el deterioro económico ha sido mayor a lo previsto, lo que se ha traducido en un recorte significativo de pronósticos de crecimiento del 2020. Este escenario, sumado al cierre de las fronteras, seguirá representando un lastre para impulsar las exportaciones, especialmente de las reexportaciones (comercio de frontera) y de los productos manufacturados bajo el régimen de maquila. Al mismo tiempo, la mayor competitividad (por la mayor depreciación frente al dólar) de los productos de los países vecinos implica, además de un menor impulso externo para la actividad económica, menores presiones sobre los precios locales.

Con respecto al ámbito doméstico, junto con la flexibilización de la cuarentena se ha observado un aumento más acelerado de los contagios, con lo cual, el avance a la última fase se ha postergado para determinadas zonas. En este sentido, persiste el riesgo de que ante un incremento masivo en el número de infectados y la limitada capacidad de respuesta del sistema de salud, se produzca nuevamente un endurecimiento de las medidas sanitarias y/o un deterioro mayor de la confianza de consumidores e inversionistas, impidiendo una recuperación más rápida de la economía en los próximos meses.