



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO
2021



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	26
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	35
Recuadro I	41
Estimación del crecimiento del PIB de mediano plazo	
Recuadro II	44
Efectos de la pandemia de COVID-19 en el mercado laboral	
Glosario	49

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 16 de julio. 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 esta. 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

Economía internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial fueron revisadas al alza respecto a las del IPoM anterior, impulsadas por la recuperación de la demanda, ante las menores restricciones a la movilidad y los avances en las campañas de vacunación. Los desarrollos del entorno internacional durante el segundo trimestre de 2021 fueron marcados por señales más claras de recuperación de la actividad económica y de una demanda creciente, sobre todo en las economías avanzadas, donde se observó un importante avance en los procesos de vacunación de la población. No obstante, la contención de la curva de contagios de COVID-19 se ha visto afectada recientemente por una nueva variante que ha provocado un rebrote en diversos países, lo cual supone un riesgo para las perspectivas. Al momento, el mayor dinamismo de la demanda y una capacidad de producción limitada siguen reflejándose en precios de *commodities* que permanecen elevados. A su vez, esto ha generado presiones inflacionarias globales, aunque se espera que sean transitorias.

En Estados Unidos, las perspectivas económicas se han ajustado al alza, al tiempo que, la inflación se ha mantenido elevada. En el primer trimestre de 2021, el PIB trimestral registró una tasa de crecimiento de 0,4% interanual. En el segundo trimestre, los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero señalaron que el sector desaceleró su ritmo de expansión observado previamente, registrando un nivel de 60,6 en junio. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, las mismas fueron revisadas al alza para 2021, pasando de 5,7% a 6,6%. Con relación al nivel de precios, ha continuado en aumento la tasa de inflación, situándose en 5,4% interanual en junio. 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, se prevé una recuperación mayor de la economía en el 2021 con relación a lo reportado en el informe pasado. Para el primer trimestre de 2021, se verificó una variación interanual de -1,3%, lo cual constituyó una mejora respecto a la tasa registrada en el trimestre anterior. Por otra parte, los datos más recientes del PMI manufacturero mostraron cifras récord de expansión, alcanzando un nivel de 63,4 en junio. Así, se espera una recuperación en el crecimiento del PIB del 4,5% anual para el 2021, superior a la tasa reportada en el IPoM anterior (4,2%). En cuanto a los precios, la inflación se ubicó en 1,9% interanual en junio, exhibiendo tasas superiores respecto a las del primer trimestre de 2021. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo 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 anunció que continuará con el programa de compra de activos.

En China, se observó una tasa de crecimiento récord en el primer trimestre de 2021, aunque en parte se explica por un efecto base importante. Los datos del primer trimestre de 2021 señalaron una expansión interanual del 18,3% en el PIB, consistente con niveles bajos de comparación en el año previo, además del mayor dinamismo en la demanda. Por otra parte, los indicadores al segundo trimestre de 2021 mostraron que el sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, cerrando junio con un PMI de 50,9. Así, los pronósticos de crecimiento para el año 2021 se mantuvieron en 8,5% anual.

En Brasil, las perspectivas de crecimiento mejoraron y, ha continuado el proceso de normalización de la política monetaria. En 2021, el PIB del primer trimestre registró un aumento del 1% interanual, al tiempo que, en el segundo trimestre también se observaron resultados favorables en los indicadores de actividad económica de corto plazo, alcanzando una tasa de expansión del 14,2% interanual en mayo, aunque reflejando en parte una menor base de comparación. Por otro lado, el PMI manufacturero permaneció en zona de expansión, y mostró un mayor dinamismo en junio, situándose en un nivel de 56,4. En cuanto a la proyección de crecimiento de la economía brasileña para 2021, la misma tuvo un importante ajuste al alza respecto al IPoM de marzo, pasando de una tasa de 3,5% anual a 5,1% anual. En lo referente al nivel de precios, la inflación continuó incrementándose en el segundo trimestre, alcanzando una tasa de 8,4% interanual en junio. En este contexto, el

Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil subió la tasa SELIC a 4,25% anual durante el segundo trimestre, continuando con el proceso de normalización de la política monetaria.

En Argentina, los pronósticos de crecimiento se mantuvieron favorables a la par que la inflación se aceleró. Los datos del PIB del primer trimestre arrojaron una tasa de crecimiento del 2,5% interanual, mientras que, para el segundo trimestre, los indicadores de corto plazo verificaron un crecimiento interanual del 13,6% en mayo, en gran parte explicado por los bajos niveles de comparación observados en el mismo mes de 2020. De manera similar, en junio, el indicador de producción industrial exhibió una tasa elevada de crecimiento de 30,2% interanual. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico para 2021 se mantuvo en 6,0%. Con relación al nivel de precios, se observó una nueva aceleración en la inflación, alcanzando una tasa de 50,2% interanual en junio. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha mantenido el límite inferior de la tasa de Leliq en 38% desde noviembre de 2020.

Coyuntura doméstica y política monetaria

En el primer trimestre del 2021, la actividad económica siguió exhibiendo una buena dinámica, en línea con la reapertura gradual de la economía, la mayor movilidad de las personas, las mejoras en el empleo, la adaptación de las personas y empresas a las nuevas formas de trabajo y, al impulso externo favorable. Durante este periodo, el PIB creció 0,6% interanual, sustentado principalmente en las construcciones, las manufacturas y la ganadería. Por su parte, agricultura y electricidad y agua mostraron una contracción interanual. De esta manera, PIB sin agricultura y binacionales se expandió 2,8%. Por el lado del gasto, se destaca la incidencia positiva de la formación bruta de capital fijo, mientras que el consumo privado, si bien ha ido repuntando en los últimos meses, se ubicó ligeramente por debajo del nivel observado en el primer trimestre del 2020. Es importante puntualizar que, en gran parte del periodo (enero y febrero), la base de comparación fue relativamente alta (pre - pandemia). En el mes de marzo, el efecto base se volvió favorable, pero al mismo tiempo, el empeoramiento de la crisis sanitaria y sus repercusiones en otros ámbitos (social y político) habían generado una mayor incertidumbre. Aun así, la variación del producto (sin estacionalidad) con respecto al trimestre anterior fue positiva (0,5%). Conforme a los indicadores de actividad de corto plazo, en el segundo trimestre se mantuvo el buen dinamismo de las construcciones, las manufacturas, a lo que se sumó también la recuperación paulatina del sector servicios. Asimismo, el indicador de ventas y de la inversión han mostrado buenos resultados.

Las distintas medidas de inflación repuntaron en el segundo trimestre, explicado por la menor base de comparación del 2020 y, por el aumento de los precios de algunos productos alimenticios y combustibles afectados por una mayor demanda externa y por los altos precios de los *commodities* en los mercados internacionales. Entre abril y junio, la inflación interanual promedio fue 3,6%, superior al 2,5% observado entre enero y marzo. Asimismo, la inflación subyacente y la inflación núcleo promediaron tasas de 3,9% y 2,5%, respectivamente, superiores a las registradas en el primer trimestre (2,3% y 1,9%). Además de la menor base de comparación, las tasas interanuales también recogen los efectos de una mayor demanda externa de la carne vacuna paraguaya y el impacto del incremento de los precios del petróleo y de otros *commodities* a nivel internacional. Al excluir del IPC los precios de la energía y de los alimentos (IPCSAE), la inflación interanual del segundo trimestre fue 2,2%, incluso menor al dato del primer trimestre (2,5%), reflejando en gran parte, la reducida tasa de inflación de los servicios y el aún escaso efecto de segunda ronda sobre la inflación general.

El Comité de Política Monetaria (CPM) mantuvo la tasa referencial en 0,75% anual durante el segundo trimestre. El Comité señaló que en el escenario internacional han mejorado las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de los principales socios comerciales del país. En cuanto a la evolución de la pandemia, se han observado avances en las vacunaciones contra la COVID-19, aunque a un ritmo dispar entre países. En la región, los indicadores de actividad de corto plazo evolucionaron favorablemente, en medio de un repunte de la inflación por el aumento de los precios de alimentos y de la energía, particularmente en los países vecinos. En el plano doméstico, el CPM destacó la recuperación paulatina de la actividad económica, aunque siguió puntualizando que el principal riesgo para el desempeño económico se

derivaba de la profundización de la crisis sanitaria. En cuanto a la inflación, se verificó un aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles en los últimos meses, debido principalmente a la mejora en la demanda externa y al incremento de los precios de los *commodities* a nivel internacional. Sin embargo, la inflación total se mantuvo contenida por la menor variación de precios de los servicios. Al mismo tiempo, el Comité adelantó que se registraría un repunte de la inflación interanual, explicado por la menor base de comparación. En esa línea y, con relación a los distintos modelos de proyección, la inflación se reduciría nuevamente hacia finales de año y se mantendría en torno a la meta dentro del horizonte relevante de política monetaria. Por otro lado, la mediana de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria permaneció anclada al objetivo de inflación del 4%.

El inicio de la normalización de las condiciones monetarias podría darse en un futuro cercano. En un escenario de mejores perspectivas económicas, el reciente repunte de la inflación mensual, si bien se explica en gran medida por la mejora de la demanda externa (especialmente de la carne vacuna) y por los elevados precios de *commodities* a nivel internacional (particularmente del petróleo), eventualmente podría representar algún tipo riesgo, derivado de los efectos de segunda vuelta (aunque aún no se observa) y, en donde un potencial desanclaje de las expectativas de inflación podría volverse más relevante. En atención a lo señalado precedentemente y, considerando que los cambios de la política monetaria actúan con rezagos sobre las variables macroeconómicas relevantes, el retiro de los estímulos monetarios debería iniciarse en el menor tiempo posible, para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el mediano plazo y, en consecuencia, generar nuevamente los márgenes de maniobra para mitigar eventuales *shocks* adversos en el futuro.

Proyecciones del crecimiento del PIB y de la inflación

La proyección central de crecimiento del PIB para el 2021 se ajustó de 3,5% a 4,5%, explicado por un desempeño económico mejor al previsto y, por un cambio favorable en el panorama sanitario. En los últimos meses, los registros de actividad económica se han ubicado por encima de lo previsto en el informe anterior, debido a los buenos resultados observados en la construcción, la ganadería y las manufacturas, principalmente. Por otra parte, desde la última revisión, la curva de infectados por COVID-19 se frenó significativamente, lo que ha dado un respiro al sistema de salud. Adicionalmente, las expectativas en cuanto a la evolución de la pandemia han mejorado sustancialmente por el notorio avance en el proceso de inmunización de la población a partir del mes de julio. Teniendo en cuenta este cambio en el panorama sanitario, se prevé que el dinamismo económico observado recientemente continúe afianzándose en los meses siguientes. Desde el sector externo, el impulso ha seguido siendo positivo, lo cual ha influido favorablemente en los resultados de la ganadería, las manufacturas y el comercio. De esta manera, la corrección del pronóstico del PIB, por el lado de la oferta, se explica por una mejora en las líneas de otros servicios (incluye los segmentos más afectados por la pandemia), las construcciones, las manufacturas, el comercio y la ganadería. Por el lado del gasto, se prevé un crecimiento más elevado de las inversiones, impulsadas por las construcciones y las compras de maquinarias y equipos. El consumo privado también tendrá una mayor expansión, sustentada en la recuperación gradual del mercado laboral y en las mejores expectativas de los agentes económicos.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2021(i)
Sector Primario	7,1	-2,5	-0,3
Agricultura	9,1	-7,0	-0,6
Ganadería	4,7	12,0	0,3
Forestal, Pesca y Minería	-4,3	5,5	0,0
Sector Secundario	1,7	6,6	2,2
Manufactura	-0,5	8,5	1,6
Construcción	12,6	14,0	1,0
Electricidad y Agua	-1,8	-6,0	-0,4
Sector Terciario	-3,3	4,8	2,3
Gobierno General	5,2	-2,7	-0,3
Comercio	-7,8	9,5	0,9
Otros Servicios†	-4,4	5,7	1,6
Impuestos	-3,9	4,4	0,3
PIB a precios de mercado	-0,6	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,4	6,6	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2020	2021 (f)
PIB	-0,6	4,5
Demanda Interna	-2,7	5,9
Formación bruta de capital	-4,5	14,2
Formación bruta de capital fijo	6,3	14,8
Consumo total	-2,2	3,7
Consumo privado	-3,5	3,9
Consumo público	5,2	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	-10,2	6,9
Importaciones de bienes y servicios	-17,0	12,1
Cuenta corriente (% del PIB)	2,3	2,3
FBKF (% del PIB nominal)	20,1	20,2

La proyección de inflación para el 2021 se ajustó de 3,8% a 4,0%, consistente con el comportamiento reciente de los precios y las mejores perspectivas económicas. En el segundo trimestre, los datos observados de inflación se ubicaron por encima de lo pronosticado para ese periodo, lo cual también implica un punto de partida más elevado para las proyecciones. Por otro lado, los mejores resultados esperados en términos de actividad económica se traducirán en un cierre de la brecha del producto más rápido que lo anticipado. Este escenario, juntamente con unas condiciones monetarias reales más laxas -por una mayor depreciación del tipo de cambio real-, contribuyeron a que la inflación proyectada se sitúe en un nivel superior a lo presentado en el IPoM de marzo. Teniendo en cuenta los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación se ubicaría ligeramente por encima del 4% en el primer semestre del 2022, para luego converger hacia la meta a partir del tercer trimestre y se mantendría en esos niveles hasta el horizonte relevante para la política monetaria.

Proyección de la inflación

Variación anual, porcentaje

	2020	2021(f)	2022(f)	2023(f)
Inflación IPC promedio (*)	2,0	4,2	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	2,2	4,0	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,0	4,5	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,2	4,0	4,0	
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 2023.

Fuente: Banco Central del Paraguay

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

Escenarios de riesgos

En el ámbito internacional, se revisaron al alza las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2021 y para 2022, aunque persiste el riesgo relacionado a la evolución de la pandemia. Si bien, los avances de la vacunación de la población han sido notorios, las nuevas variantes pueden provocar una menor efectividad de las vacunas, con lo cual se podrán necesitar esfuerzos adicionales en el futuro que impliquen nuevas restricciones o la prolongación de ciertas medidas para contener los contagios. En particular, la variante delta ha generado un aumento notable de casos en ciertos países que se encuentran con una gran proporción de su población vacunada, lo cual ha sumado a la incertidumbre sobre las perspectivas globales

En esta línea, una mayor duración de la crisis sanitaria presionaría aún más a las cuentas fiscales, en especial, las de los países emergentes y en desarrollo que ya cuentan con un espacio limitado. Además, el costo de fondeo podría elevarse, si la inflación en Estados Unidos es más persistente a lo tolerado por la Reserva Federal (Fed), derivando en un aumento de tasas de fondos federales más rápido a lo previsto y empeorando las condiciones financieras internacionales. A su vez, el efecto podría exacerbarse, si se da una consecuente mayor aversión al riesgo y potencial salida de capitales de las economías emergentes.

Respecto a los precios de los *commodities*, la recuperación reciente de la demanda mundial, sumada a una limitada capacidad de producción y a continuas disrupciones en las cadenas de producción, han ejercido presiones inflacionarias importantes. Por el momento, se espera que sea un fenómeno transitorio, conforme la oferta de insumos se vaya normalizando, como en el caso del petróleo. Sin embargo, no puede descartarse que un aumento en los costos que enfrentan las empresas pueda tener efectos más duraderos sobre la inflación. Por otro lado, una eventual reimposición de restricciones a la movilidad podría deteriorar bruscamente los precios de determinados *commodities* como el petróleo.

En la región, si bien los principales socios comerciales de Paraguay presentaron un mayor dinamismo en sus economías, los riesgos aumentaron por el lado de los precios. En Brasil, a pesar del impacto de la segunda ola de contagios, los indicadores de actividad continuaron avanzando favorablemente, lo cual implicó revisiones al alza en sus pronósticos de crecimiento. En este sentido, los riesgos sobre la recuperación económica se han reducido. Sin embargo, la persistencia de la inflación fue más intensa a la esperada, en especial en los bienes industriales, debido a dificultades para obtener insumos, la recuperación de la demanda y un incremento en las tarifas de electricidad. A pesar de que, una reversión, incluso parcial, de los precios de los *commodities* (medidos en reales) produciría una revisión a la baja de la inflación, una extensión de los estímulos fiscales podría empeorar más la situación de las finanzas públicas generando un incremento de la prima de riesgo y ejerciendo presión sobre el tipo de cambio. Dado el mayor peso de este último dentro del balance de riesgos de Brasil, podría significar una inflación externa relevante para Paraguay más elevada. Por su parte, Argentina también presentó una recuperación más rápida a la prevista, mientras que sus niveles de inflación aumentaron producto de la reactivación económica y una política macroeconómica que se mantiene laxa. Sin embargo, la incertidumbre en torno a su futuro persiste. Además de la situación sanitaria, los nuevos avances en la reestructuración de su deuda y los riesgos inherentes a un próximo periodo electoral representan factores que podrían incidir en la economía.

En el contexto doméstico, la situación sanitaria ha mejorado notoriamente en meses recientes, aunque persisten riesgos latentes derivados de la aparición de nuevas variantes del coronavirus. El número de nuevos infectados, hospitalizados y fallecimientos por COVID-19 ha disminuido significativamente desde inicios del mes de junio, a lo que se ha sumado recientemente la inoculación masiva de la población. En la medida que este proceso de inmunización continúe al mismo ritmo, las expectativas de los agentes económicos podrían mejorar rápidamente, al tiempo de que posibilitaría una mayor apertura de sectores que todavía se encuentran con restricciones para su funcionamiento en condiciones relativamente normales. Sin embargo, un factor que puede ralentizar nuevamente el proceso de reapertura de la economía guarda relación con la aparición de nuevas variantes del virus -especialmente la delta- ante las cuales la efectividad de las vacunas se reduzca sustancialmente.

Decisiones de Política Monetaria

Reunión de abril

En la reunión de abril, el CPM destacó las mejoras en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, como así también, el dinamismo positivo en los mercados financieros internacionales. En cuanto a la evolución de la pandemia, habían continuado los avances en las vacunaciones, aunque a un ritmo dispar entre países. En la región, los indicadores de actividad económica del mes de febrero registraban aumentos y, al mismo tiempo, se habían apreciado incrementos en los niveles de precios en los países vecinos.

En el plano doméstico, la actividad económica mostraba una dinámica moderada en los primeros meses del año, donde la crisis sanitaria continuaba representando el principal factor de riesgo para el desempeño económico, dado el aumento significativo en el número de contagios y la reimposición transitoria de medidas de restricción a la movilidad y a actividades intensivas en contacto social. Por otro lado, los altos precios de las materias primas de exportación y las mejores perspectivas para la economía global se habían constituido en elementos que mitigarían el impacto de la pandemia sobre la economía agregada.

En cuanto a los precios, la inflación total se mantenía contenida, debido en parte, a los bajos niveles de la inflación de los servicios. Asimismo, las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria permanecían ancladas al objetivo del 4% de inflación.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, al considerar que el perfil expansivo de la política monetaria continuaba siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección.

Reunión de mayo

En la reunión de mayo, el CPM observó que los indicadores globales de corto plazo del sector manufacturero y de servicios exhibieron un mejor ritmo de expansión, mientras continuaba observándose disparidades entre países en términos de avances en las vacunaciones y niveles de contagios. En los mercados

financieros internacionales, se registraba un leve aumento transitorio en la volatilidad de las principales bolsas de valores de economías avanzadas, luego de conocerse datos de inflación en Estados Unidos que superaron las expectativas del mercado.

En la región, las perspectivas de crecimiento económico de los principales socios comerciales del país se mantuvieron favorables, aunque se observaba una profundización de la crisis sanitaria y una persistencia en las presiones inflacionarias de los países vecinos.

En el contexto doméstico, los indicadores de actividad económica del mes de marzo habían mostrado un buen desempeño, incluso aislando el efecto base al comparar con el mismo mes del año anterior. Dicho dinamismo se encontraba explicado principalmente por los sectores de la construcción, manufacturas y comercio. No obstante, el elevado ritmo de contagios seguía representado el principal riesgo, en especial, para el sector servicios.

En cuanto a los precios, la inflación de alimentos se había incrementado debido al aumento de los precios de los *commodities* a nivel internacional y la mayor demanda externa. Sin embargo, la inflación total permanecía contenida gracias a la menor inflación de los servicios. Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria seguía anclada al objetivo de inflación del 4%.

En este contexto, el CPM consideró apropiado mantener la TPM en 0,75%, puntualizando que el actual perfil expansivo de la política monetaria seguía siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección.

Reunión de junio

En la reunión de junio, el CPM resaltó que los indicadores de corto plazo del sector manufacturero y de servicios habían exhibido un ritmo de expansión superior en las economías avanzadas respecto a las emergentes. En los mercados financieros internacionales, se destacaba una atenuación de la volatilidad.

Por su parte, los países de la región mostraban tasas interanuales elevadas en sus indicadores de actividad económica en abril, coherentes con los niveles mínimos registrados en el año anterior. Asimismo, se verificaba una reciente disminución en los niveles de contagios. Sin embargo, persistían las presiones inflacionarias en países vecinos y se observaron diversas medidas tendientes a contenerlas.

En el contexto local, los indicadores de actividad económica continuaban mostrando una buena dinámica, explicada principalmente por las construcciones, las manufacturas y los servicios. La evolución de la pandemia continuaba representando el principal desafío para el desempeño económico, aunque se había registrado una moderación en el ritmo de contagios en las últimas semanas.

En cuanto a la inflación, el aumento de los precios de los *commodities* y la mayor demanda externa seguían presionando los precios internos de los combustibles y de los alimentos, contrarrestado por la baja inflación de servicios. El Comité recalcó que la inflación interanual experimentará un repunte transitorio, debido fundamentalmente a un efecto de menor base de comparación. Además, las expectativas de inflación se mantuvieron en línea con la meta en el horizonte de política monetaria.

En este contexto, el CPM decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,75% anual, considerando que el perfil expansivo de la política monetaria seguía siendo compatible con el cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte relevante de proyección. Además, acotó que seguirán evaluando atentamente los nuevos desarrollos del ámbito internacional y local para el eventual inicio del proceso de normalización de la política monetaria.

I. Entorno Internacional y Regional

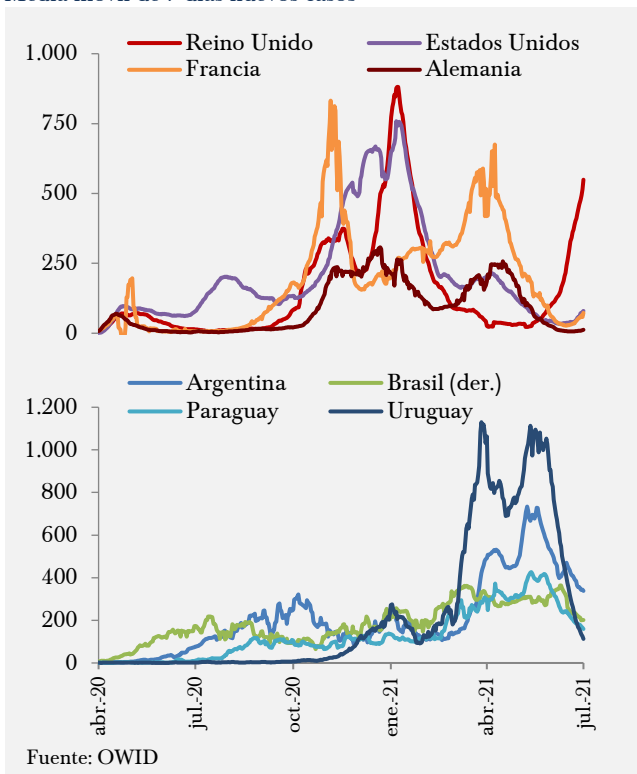
Tabla I.1
Crecimiento mundial

Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual		
	2020	2021	2020	2021	2022
Mundo	-3,5	5,6	-3,3	6,0	4,5
EE.UU.	-3,5	5,7	-3,5	6,6	4,1
Eurozona	-6,6	4,2	-6,5	4,5	4,3
China	2,3	8,5	2,3	8,5	5,6
Brasil	-4,1	3,5	-4,1	5,1	2,2
Argentina	-9,9	6,0	-9,9	6,0	2,5
Socios comerciales	-6,0	5,0	-6,0	5,7	2,9
Socios Mercosur	-6,9	4,8	-6,9	5,6	2,4

Fuente: Bloomberg

Gráfico I.1
Número de nuevos casos de COVID-19 por millón de habitantes
Media móvil de 7 días nuevos casos



Fuente: OWID

Los desarrollos del entorno internacional durante el segundo trimestre de 2021 han sido marcados por señales más claras de recuperación de la actividad económica, sobre todo en las economías avanzadas, como resultado de las campañas de vacunación y la flexibilización de las medidas de restricción de movimiento. En lo que respecta a las economías de la región, se registraron resultados favorables en los niveles de actividad, pese a los altos niveles de contagios observados en algunos países. No obstante, se ha acelerado el proceso de vacunación, con lo cual se ha logrado una contención de casos hacia fines del segundo trimestre (gráfico I.1). De esta manera, la estimación del crecimiento de la economía mundial ha sido revisada al alza para 2021. Sin embargo, la diseminación de una variante del COVID-19 considerada más contagiosa constituye un nuevo riesgo para los esfuerzos de recuperación económica de los países, pese a que al momento no se observa un aumento significativo de muertes. En el caso particular del Reino Unido, si bien la campaña de vacunación se encuentra bastante avanzada, un notorio rebrote de contagios, impulsado por la variante delta obligó a reconsiderar las posibilidades de reapertura de ciertos sectores de la economía.

Por otro lado, la recuperación de la demanda en 2021 ha ocasionado un incremento en el nivel de precios, considerado transitorio y explicado en parte por las limitaciones de la capacidad de producción, escasez de insumos e inconvenientes de transporte y logística, que no permiten que la oferta acompañe al dinamismo de la demanda. Cabe resaltar la suba sustancial de los precios del petróleo, que se debieron a una oferta limitada del mismo y a una creciente demanda, consistente con una mayor movilidad de personas.

Actividad económica

Respecto al último IPoM, el PIB de Estados Unidos sigue mostrando signos de recuperación. En el primer trimestre de 2021, registró una expansión anualizada de 6,4%, mientras que en términos interanuales la tasa fue de 0,4% interanual. El resultado anualizado del primer trimestre reflejó incrementos en el gasto de los consumidores, la inversión no residencial en activos fijos, el gasto del gobierno federal, la inversión residencial en activos fijos y el gasto gubernamental

Gráfico I.2
Actividad económica de EEUU

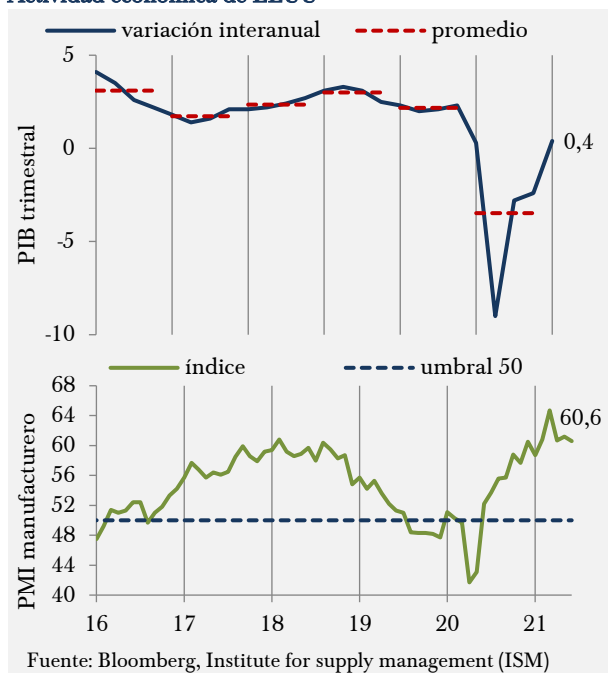
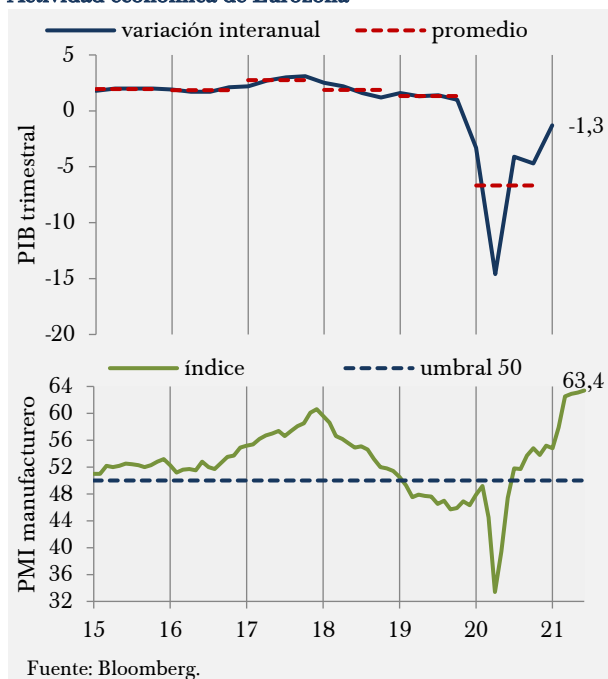


Gráfico I.3
Actividad económica de Eurozona



estatal y local, que fueron parcialmente atenuados por reducciones en inventarios privados y las exportaciones. Estas cifras reflejan la continua recuperación económica, producto de la reapertura de establecimientos y la respuesta gubernamental ante la pandemia del COVID-19, a través de distintos instrumentos de apoyo económico. En el segundo trimestre de 2021, datos del sector manufacturero muestran una moderación en el ritmo de expansión del PMI manufacturero en comparación a lo observado en el primer semestre, alcanzando un nivel de 60,6 a junio (gráfico I.2). Si bien el nivel de producción se encuentra al límite de su capacidad para responder a la fuerte recuperación de la demanda, factores como la escasez de materiales básicos de producción, dificultades en transporte y logística, así como la necesidad de incorporar una mayor fuerza laboral limitan el dinamismo del sector. En cuanto a las expectativas de crecimiento, se prevé que la economía americana tenga un crecimiento del PIB del 6,6% en el 2021 y un crecimiento de 4,1% en el 2022 (tabla I.1).

En el primer trimestre de 2021, el PIB de la Eurozona sufrió una reducción del -1,3% interanual en la serie con ajuste estacional (gráfico I.3), mostrando señales de recuperación con respecto a la reducción del 4,7% constatada en el trimestre anterior. La variación de este indicador respecto al cuarto trimestre de 2020 fue de -0,3%. Este resultado se debió principalmente a la reducción del gasto para consumo final de los hogares y al aumento de las importaciones, que contrarrestaron las contribuciones positivas de los incrementos observados en la formación bruta de capital fijo, inventarios y en las exportaciones. En el segundo trimestre de 2021, el sector manufacturero continuó mostrando signos de una fuerte recuperación, afianzándose en zona de expansión y alcanzando un nivel del PMI manufacturero de 63,4 en el mes de junio. Esta cifra representa un récord, por cuarto mes consecutivo para el ritmo de mejora de las condiciones operativas y se explica por un fuerte crecimiento de la producción estrechamente vinculado a la evolución positiva de la demanda. No obstante, la producción sigue enfrentando dificultades como consecuencia de los retrasos en cuanto a logística y transporte, y una limitada capacidad de producción que no se logra ajustar lo suficientemente rápido a una creciente demanda. Esto a su vez conllevó a una subida de los precios industriales a un ritmo más acelerado. Teniendo en cuenta este escenario, respecto al IPoM anterior, las perspectivas de variación del PIB para la Eurozona

Gráfico I.4
Actividad económica de China

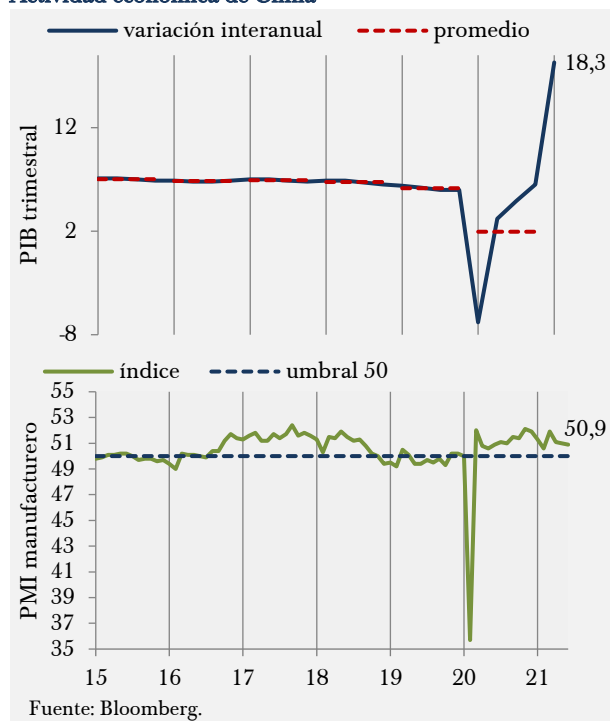
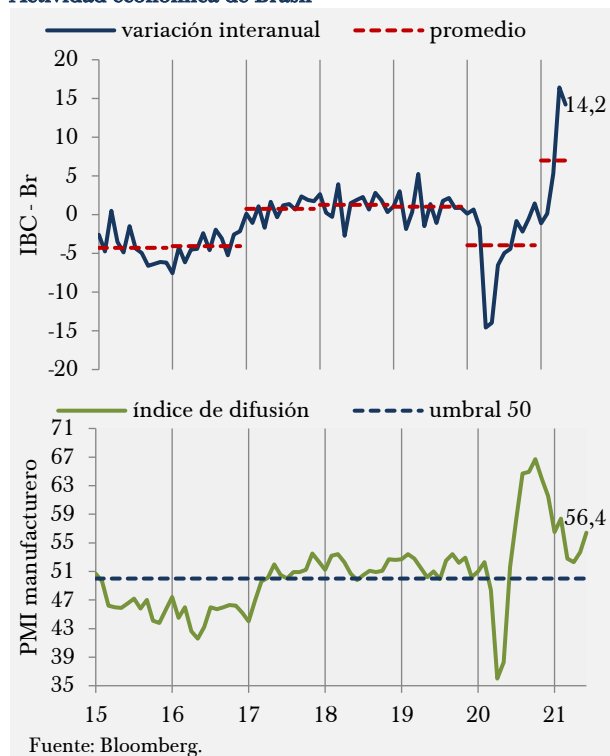


Gráfico I.5
Actividad económica de Brasil



apuntan a una tasa anual de 4,5% para el 2021 y de 4,3% para el 2022.

Por su parte, China alcanzó una tasa de crecimiento récord de su producto en el primer trimestre del año, con una variación interanual del 18,3%, luego de la tasa del 6,5% interanual observada en el trimestre anterior (gráfico I.4). Si bien la mencionada tasa de crecimiento se encuentra fuertemente influida por una base de comparación inusualmente baja debido al brote de la pandemia de COVID-19 en el primer trimestre del 2020, se verificó una fuerte recuperación generalizada en todos los sectores de la economía, impulsados por un incremento importante de la demanda doméstica y la demanda global. En el segundo trimestre de 2021, el sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, cerrando el mes de junio con un PMI manufacturero de 50,9. En cuanto a sus componentes, si bien el índice de producción se sigue ubicando en zona expansiva, el mismo muestra un menor dinamismo en comparación a meses anteriores. Sin embargo, el aumento de las nuevas órdenes y la reducción de los niveles de inventario sugieren la continua mejora de la demanda. De esta manera, los pronósticos de crecimiento de la economía china apuntan a una tasa del 8,5% anual para 2021 y de 5,6% para 2022 (tabla I.1).

En Brasil, el PIB trimestral registró un incremento del 1,0% interanual en el primer trimestre de 2021, notándose una mejora en comparación a la contracción del 1,1% observada en el trimestre anterior. El crecimiento respecto al trimestre anterior fue de 1,2%, destacándose los aumentos constatados en el sector agropecuario, de transporte, industrias extractivas y construcción. En el segundo trimestre de 2021, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró mejoras considerables, verificando una tasa de variación del 14,2% en términos interanuales en mayo (gráfico I.5). Cabe resaltar que dicha cifra refleja en parte un efecto base, dados los bajos niveles observados en el mismo periodo del año previo. En cuanto al sector manufacturero, se vio un ritmo acelerado de expansión en el mes de junio, ubicándose el PMI manufacturero en 56,4. A pesar de las medidas de contención de contagios de COVID-19, las empresas reportaron un incremento sustancial de la producción, con la finalidad de reponer sus inventarios ante la creciente demanda. Por otro lado, la escasez de insumos para la producción continúa siendo un riesgo importante para el sector, impactando de manera directa al nivel de

Gráfico I.6
Actividad económica de Argentina

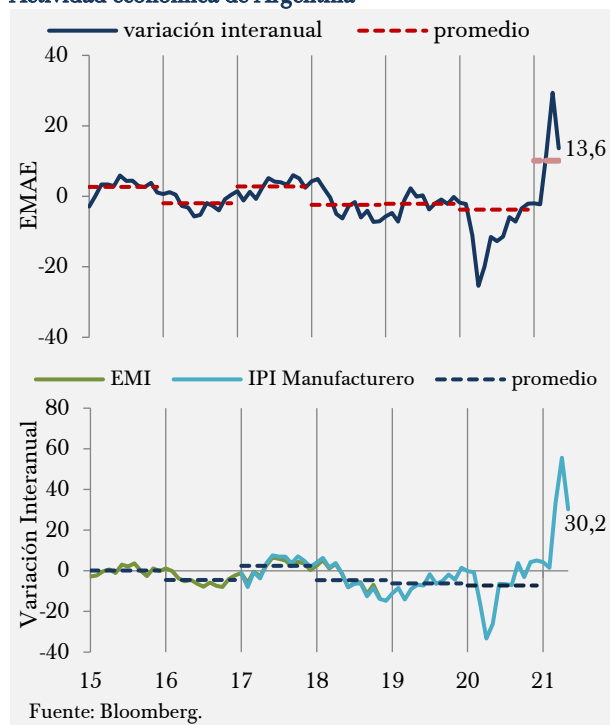
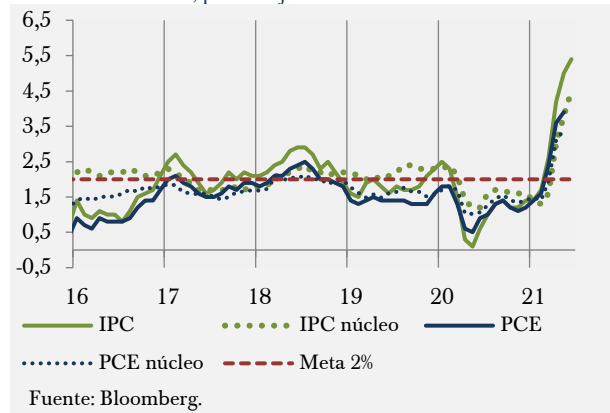


Gráfico I.7
Inflación en EEUU

Variación interanual, porcentaje



precios de productos finales. En este escenario, las perspectivas económicas para Brasil apuntan a una tasa de crecimiento del 5,1% anual en 2021 y de 2,2% en 2022.

En Argentina, los datos del PIB del primer trimestre del 2021 mostraron un incremento del producto del 2,5% interanual, señalando una recuperación en comparación a la retracción del 4,3% presentada en el trimestre previo. Por el lado de la oferta, esta variación positiva se explica principalmente por el crecimiento observado en los sectores de construcción e industria manufacturera, atenuada por la retracción del sector de hoteles y restaurantes. En comparación con el trimestre anterior, la tasa desestacionalizada arrojó un crecimiento del 2,6%, explicado por expansiones en todos los componentes de la demanda agregada. En el segundo trimestre de 2021, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAЕ) de Argentina registró un crecimiento del 29,4% interanual en abril y del 13,6% interanual en mayo (gráfico I.6). Estas altas tasas, se explican principalmente por un efecto base importante, considerando las caídas registradas en el año previo. La actividad manufacturera, medida por el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), resultó afectada por las medidas sanitarias impuestas con el fin de hacer frente a una nueva ola de contagios de COVID-19, frenando los avances observados durante el primer trimestre. Si bien en mayo de 2021 la producción manufacturera se incrementó en 30,2% en términos interanuales, dicha tasa se vio fuertemente influenciada por niveles históricamente bajos de comparación. Por su parte, la variación de la serie desestacionalizada arrojó una reducción del 5% respecto al mes anterior, notándose reducciones en el sector de la construcción. En este contexto, se espera una tasa de variación del PIB del 6,0% para el 2021 y del 2,5% para el 2022 (tabla I.1).

Inflación y Política Monetaria

En EE.UU., en el segundo trimestre del año 2021 se ha acentuado la tendencia al alza de la inflación ya observada durante el primer trimestre del presente año (gráfico I.7). En junio, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 5,4% en términos interanuales. Si bien se observan incrementos en todas las categorías, se destacan las subas verificadas en las categorías de energía, transporte y vehículos usados. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 4,5% interanual. La inflación medida por el índice de precios

Gráfico I.8
Tasa de Política Monetaria en EEUU y Eurozona
Porcentaje

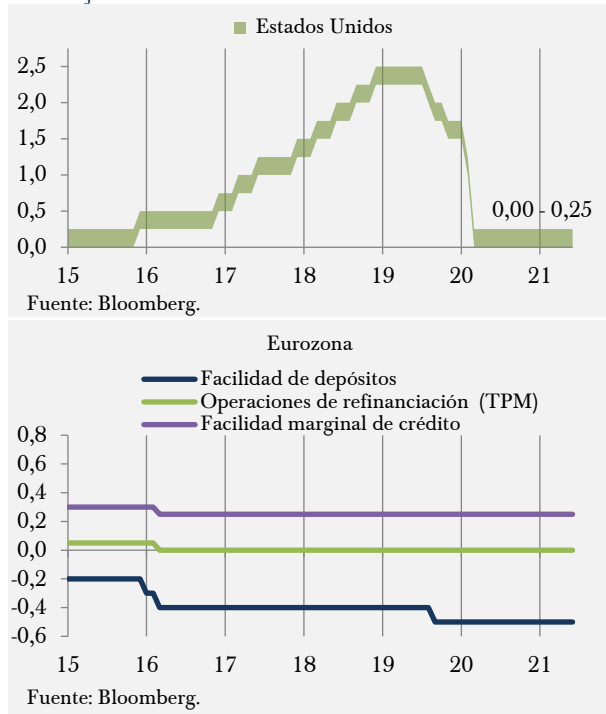
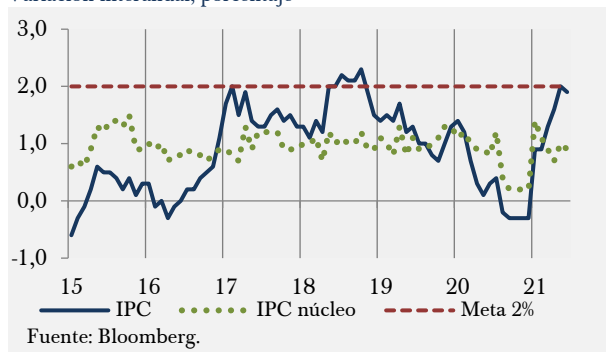


Gráfico I.9
Inflación en Eurozona
Variación interanual, porcentaje



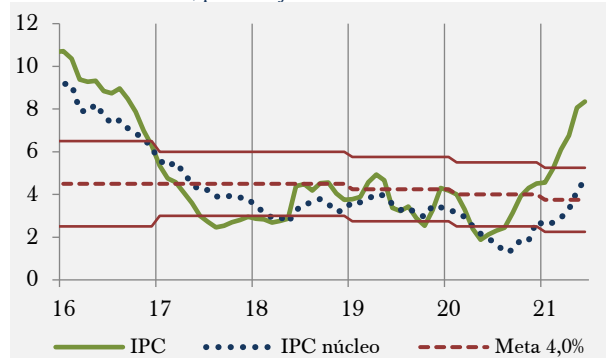
de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 3,9% interanual en mayo, y la inflación núcleo del PCE en 3,4% (gráfico I.7).

Respecto a las decisiones de política monetaria, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su reunión de junio, ha decidido mantener el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 0% - 0,25% (gráfico I.8). Con respecto a los niveles de inflación registrados en los últimos meses, el Comité volvió a resaltar que, si bien el alza del nivel de precios observada podría mantenerse por un periodo más prolongado que el inicialmente previsto, dichas subas se encuentran explicadas principalmente por factores transitorios. No obstante, el Comité destacó que está preparado para ajustar la posición acomodaticia de la política monetaria en caso de verificar determinados riesgos a la consecución de sus metas. La Reserva Federal también continuará con sus programas de compras de activos. Teniendo en cuenta el panorama económico actual, la Reserva Federal espera no realizar modificaciones a las tasas de fondos federales hasta que las condiciones de empleo e inflación se adecuen a lo esperado.

En la Eurozona, la tasa de inflación se ubicó en 1,9% interanual en junio de 2021, mostrando un nivel mayor al promedio observado en el primer trimestre del año 2021. Esta presión al alza de precios se encuentra principalmente explicada por los incrementos constatados en el sector energético. En menor medida, se pudo verificar una suba de precios en las categorías de bienes industriales (excluyendo energía), servicios y alimentos, bebidas y tabaco. La inflación núcleo aumentó en términos interanuales, registrando una tasa de 0,9% en junio. De esta manera, se observa una convergencia de la inflación a la meta, con una tendencia al alza en los meses correspondientes al segundo trimestre del año (gráfico I.9). 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.8). Se espera que dichas tasas se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en su horizonte de proyección. Adicionalmente, el Consejo de Gobierno ha decidido continuar con la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia

Gráfico I.10
Inflación en Brasil

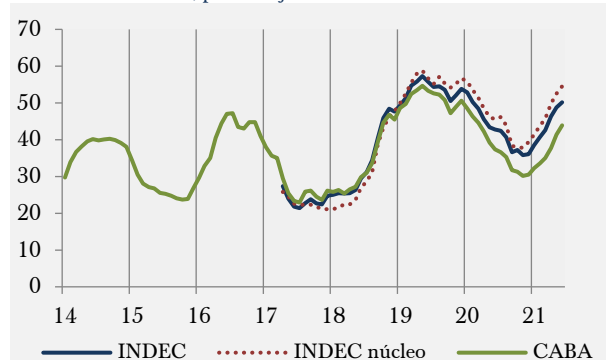
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.11
Inflación interanual en Argentina

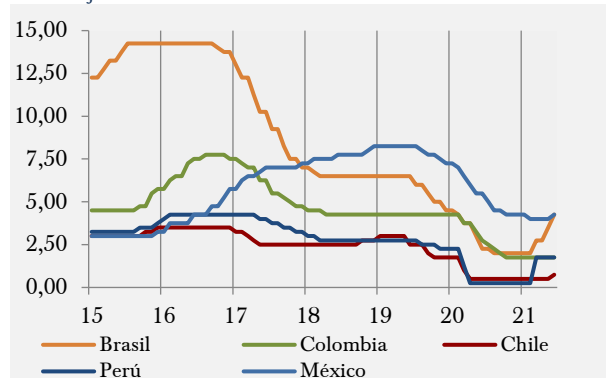
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

(PEPP), manteniendo medidas no convencionales para poder asegurar la liquidez en todos los países que forman parte de la Eurozona hasta que considere que la fase de crisis de coronavirus ha terminado.

En la región, la inflación de Brasil se ha acelerado aún más en los meses correspondientes al segundo trimestre del año 2021. En el mes de junio, el nivel de precios mostró un incremento de 8,4% interanual. Este nivel de inflación se ubica por encima del límite superior establecido por el Banco Central como meta, y se encuentra explicado por un alza considerable en los precios de servicios del hogar, especialmente energía eléctrica, alimentos y bebidas, transporte, servicios de la salud y vestimenta. La inflación núcleo cerró junio con una tasa de variación interanual del 4,7% en junio. En el segundo trimestre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) decidió subir la tasa Selic en dos oportunidades, con un aumento total de 150 puntos básicos hasta situar la tasa en 4,25%, en el marco del proceso de normalización monetaria iniciado en marzo. Esto se ha dado en un contexto donde los niveles de precios están por encima del intervalo de la meta de inflación establecido (gráfico I.10).

En el caso de Argentina, se continúa notando una tendencia al alza de la inflación aún más acentuada en comparación al último IPoM. Esta se situó en 50,2% interanual en junio de 2021 (gráfico I.11), mostrando tasas más elevadas a las verificadas en los meses anteriores. El mayor incremento fue observado en la categoría de alimentos y bebidas no alcohólicas, específicamente en productos como carnes y derivados y productos lácteos. A su vez, la medida de precios cuidados fue nuevamente extendida hasta el mes de octubre. En cuanto a su política monetaria, el Banco Central de la República Argentina ha mantenido el límite inferior de la tasa de interés de Leliq en 38,0%.

En cuanto a las demás economías de la región, México y Chile decidieron elevar su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos en su reunión de junio. Por otro lado, Colombia y Perú mantuvieron su tasa anual en 1,75% y 0,25% respectivamente, manteniendo una política monetaria acomodaticia. (gráfico I.12).

Gráfico I.13
Precios de *commodities*

Índices, febrero 2020 = 100

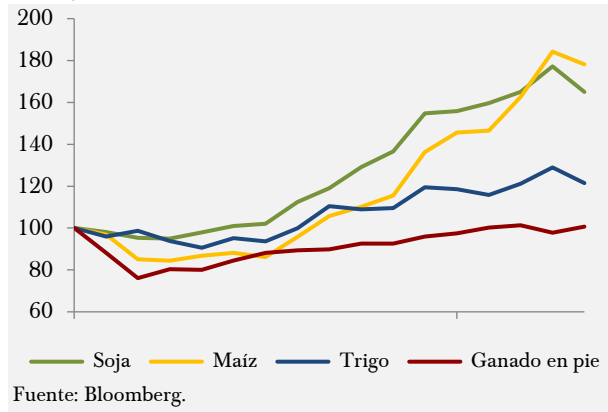


Gráfico I.14
Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

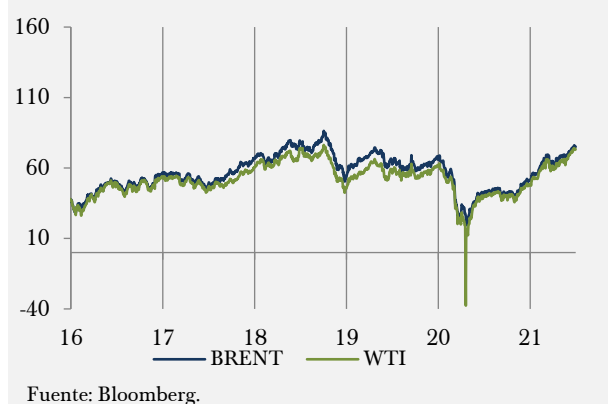


Gráfico I.15
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos

Rendimientos (%)

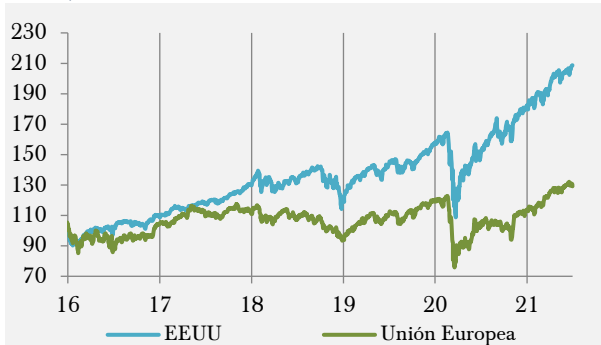


Materias primas

Los *commodities* agrícolas han continuado mostrando un gran dinamismo en sus cotizaciones al segundo trimestre del año 2021. En promedio, los precios de estos se han incrementado en comparación al IPoM anterior, alcanzando récords en el mes de mayo y luego moderándose en el mes de junio, pero manteniéndose en niveles elevados (gráfico I.13). A junio, el precio de la soja en Chicago ha aumentado 3,4% respecto al cierre del primer trimestre del corriente año. Asimismo, se ha notado un alza en las cotizaciones del trigo (4,9%), el maíz (21,6%) y ganado en pie (0,4%) en comparación con lo registrado en marzo de 2021. Este comportamiento se encuentra explicado principalmente por la expansión sostenida de la demanda proveniente de China, moderados por proyecciones de una mayor siembra en EE.UU., debido a mejores perspectivas climáticas en zonas productoras. De esta manera, según las proyecciones del mes de junio del Departamento de Agricultura de EE.UU., se espera que para la campaña agrícola 2021/2022 el precio promedio de la soja se ubique en USD 508,9 por tonelada, USD 238,8 en el caso del trigo y USD 224,4 para el maíz, lo que supondría un incremento de 45,4%, 56,6% y 18,5% respectivamente en comparación a lo observado en promedio en el año 2020.

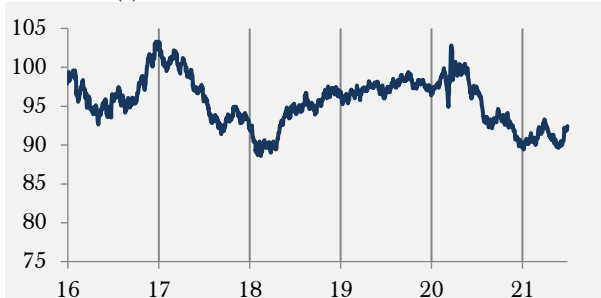
En cuanto a los precios internacionales del petróleo, tanto el Brent como el WTI han mostrado alzas sustanciales en sus precios con respecto al IPoM anterior. Esto explicado por el avance de las campañas de vacunación, sobre todo en economías avanzadas, que permitió el levantamiento gradual de las medidas de restricción a la circulación, apoyando la expansión de la demanda de petróleo. Por otro lado, en la última reunión de la OPEP se ha decidido mantener los niveles actuales de producción, mientras se espera un levantamiento gradual de los límites de producción en las reuniones próximas, con el fin de ofrecer un balance en el mercado en el segundo semestre del 2021. En comparación a los precios observados a finales del mes de marzo del 2021, el precio del petróleo Brent aumentó 18,2% en junio, mientras que el de WTI se incrementó en 24,2% (gráfico I.14). Según lo proyectado por la Administración de Información sobre Energía de los EE.UU. (EIA), se espera que el nivel de precios del Brent cierre el año 2021 con un promedio de USD 68,8 el barril y el WTI en USD 65,9 el barril.

Gráfico I.16
Mercados bursátiles internacionales
Índices, enero 2015 = 100



Fuente: Zona Euro, Dow Jones Euro STOXX 50 Index; EEUU, S&P 500; todos via Bloomberg.

Gráfico I.17
Evolución del dólar estadounidense frente a sus principales socios comerciales
Índice DXY (*)



(*) Valor del dólar frente al euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Fuente: Bloomberg.

Mercados financieros internacionales

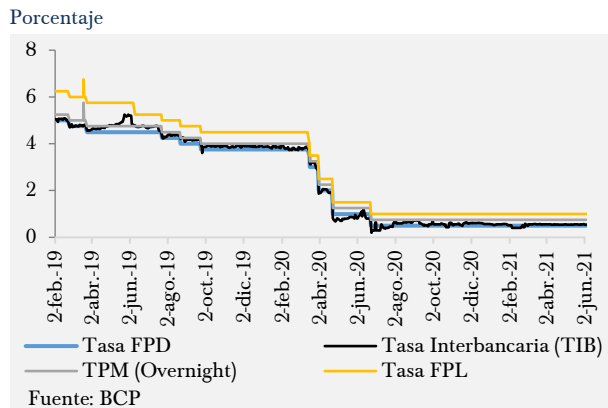
Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 y 30 años se han reducido con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.15). Esto se ha dado como resultado de las perspectivas positivas acerca de la recuperación económica dado el avance de las campañas de vacunación y una consecuente reducción de la percepción de riesgo, que lleva a los agentes a abandonar estos activos considerados menos riesgosos.

Los principales índices de bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona han mostrado una trayectoria ascendente desde el último IPoM. En ambas economías, se verifican signos de recuperación de los indicadores de desempeño del mercado bursátil, notándose una mayor confianza de los inversores en el mercado, impulsada por los resultados alentadores de indicadores económicos relevantes. Con esto, al cierre de junio se pudo constatar un incremento del 8,2% del S&P500 y uno del 3,7% para el Euro STOXX 50 desde marzo del presente año (gráfico I.16).

Por otro lado, la cotización del dólar medida por el índice DXY se depreció 0,9% al cierre del segundo trimestre, con respecto al trimestre anterior (gráfico I.17). Este comportamiento se encuentra explicado, en parte, por la apreciación observada en las demás monedas que componen la canasta de monedas tenidas en cuenta para la elaboración del índice, especialmente del euro.

II. Mercados Financieros

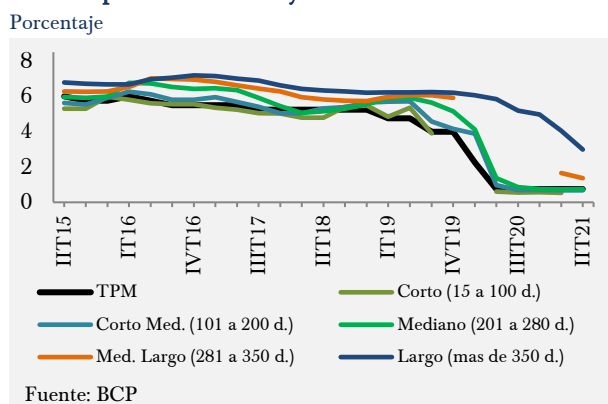
Gráfico II.1
Corredor de Tasas



Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria, sucesivas al último IPoM, la TPM se ha mantenido sin modificaciones. Así, al cierre del mes de junio del corriente, la tasa referencial se ubicó en 0,75% anual. En consecuencia, la tasa de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y la tasa de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) permanecieron en 0,50% anual y 1,00% anual, respectivamente. Por su parte, si bien, la tasa interbancaria se mantuvo dentro del corredor en el segundo trimestre, la misma sigue situándose cercano al piso (gráfico II.1).

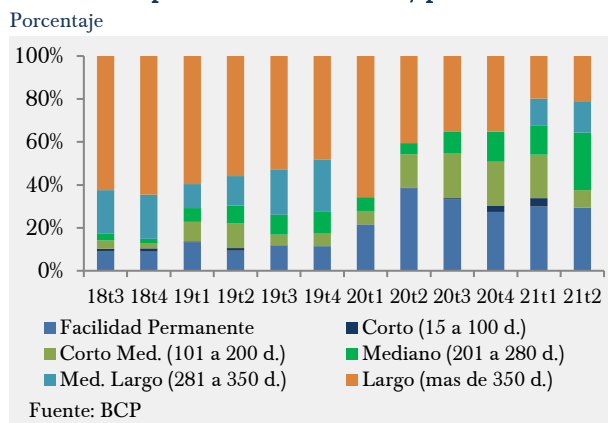
Gráfico II.2
Tasas de política monetaria y de IRM



Instrumentos de Regulación Monetaria

En el segundo trimestre, las colocaciones de los IRM mostraron una recomposición hacia los títulos de mediano plazo (201 a 280 días), mediano Largo plazo (281 a 350 días) y largo plazo (más de 350 días) en detrimento del Corto mediano plazo (101 a 200 días), corto plazo (15 a 100 días) y facilidad Permanente. Así, la participación en el segundo trimestre del mediano plazo fue de 26,7%, del mediano largo plazo fue de 14,7%, del largo plazo fue de 21,0%. Estas participaciones fueron producto de incrementos en el orden del 13,29 p.p. para el mediano plazo, 1,98 p.p. para el mediano largo plazo y 1,14 p.p. Para el largo plazo, con relación a las participaciones del trimestre pasado (gráfico II.3).

Gráfico II.3
Evolución del perfil de las colocaciones s/ plazo en días



Por otra parte, el saldo de IRM (incluyendo la FPD) se redujo en 4,53% con relación al primer trimestre de 2021, explicado por la reducción de las colocaciones en títulos de Corto Mediano plazo (-12,38 p.p.), títulos de Corto plazo (-3,81 p.p.) y disminución de la Facilidad Permanente en (-1,93 p.p.), mientras que las colocaciones de mediano plazo, mediano largo plazo y largo plazo tuvieron una incidencia positiva.

La recomposición de los IRM hacia instrumentos de plazos más largos, de alguna manera, mantiene coherencia tanto con la recuperación de la actividad económicas en sí, como con las mejores expectativas de la misma, en contraposición

Gráfico II.4
Participación en la demanda de las LRM por plazos

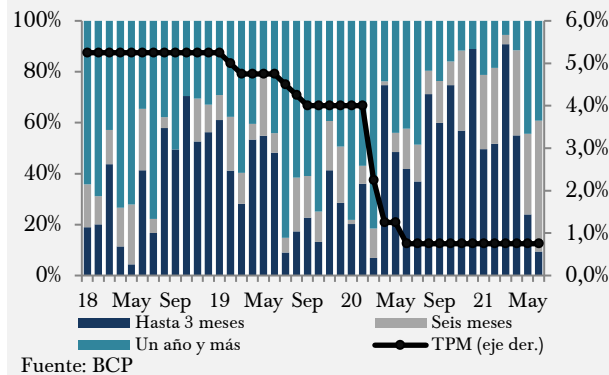
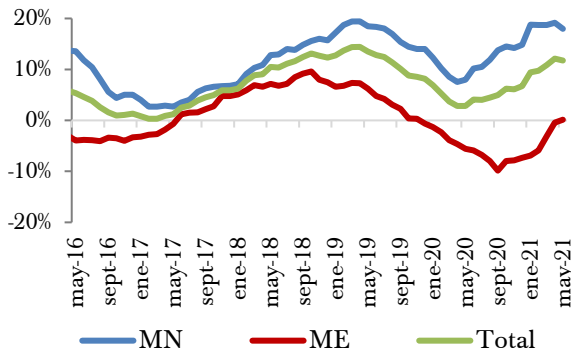


Gráfico II.5
Evolución del Crédito

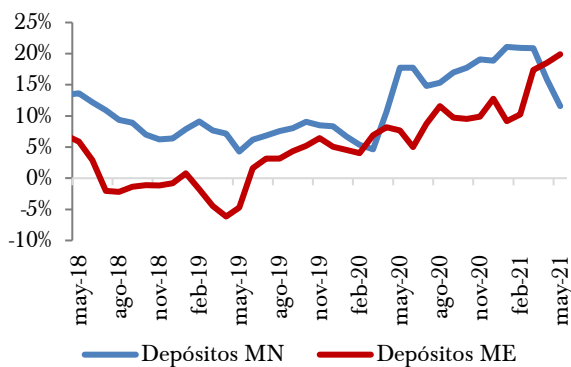
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico II.6
Evolución de Depósitos

Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

a lo que se había observado el año pasado, en el que las colocaciones se realizaron en instrumentos de plazos cortos.

En lo que respecta a la demanda por Letras de Regulación Monetaria (LRM), igualmente, en los meses de mayo y junio, se observó un mayor apetito por los instrumentos de hasta 6 meses y de un año y más, en comparación a lo que se verificó en el mes de abril. Esto también podría atribuirse a que los agentes financieros perciben una mayor certidumbre respecto de la evolución de la economía. Así, en el segundo trimestre de 2021, la demanda por títulos para plazos de hasta 3 meses representó el 35,1% del total, de 6 meses representó el 36,4% y la de 1 año y más representó el 28,5% (gráfico II.4).

Condiciones Financieras

Desde el IPoM de marzo del 2021, los créditos totales han continuado expandiéndose. En mayo, se registró una tasa de 10,85% interanual. Desagregado por monedas, dicho crecimiento se explica por el aumento de los préstamos en moneda local, los cuales crecieron a una tasa interanual del 18,0%, inferior a la tasa de 18,7% verificada al cierre del informe previo (marzo de 2021). Por su parte, la concesión de créditos en moneda extranjera ha seguido mejorando paulatinamente. Luego de un periodo prolongado de contracciones, en el mes de mayo se verificó una tasa marginalmente positiva interanual de 0,1%, superior al decrecimiento de 5,9% registrado en febrero del 2021 (gráfico II.5).

A mayo del 2021, los principales sectores que incidieron en el crecimiento de los créditos totales fueron industria, construcción y comercio al por mayor.

Por el lado de los depósitos privados totales, los mismos han continuado mostrando una dinámica favorable, expandiéndose en el mes de mayo a una tasa de 16,7% interanual. Por monedas, al mes de mayo 2021, los depósitos en moneda nacional se expandieron en 11,6% y en moneda extranjera 19,9%, ambos en términos interanuales. (gráfico II.6).

Si bien se observa una desaceleración de la tasa interanual de los depósitos en moneda local, es apropiado puntualizar que la base de comparación es más elevada a partir de abril. Al comparar los niveles, se observa que se mantienen en

Gráfico II.7
Depósitos por plazos en moneda nacional

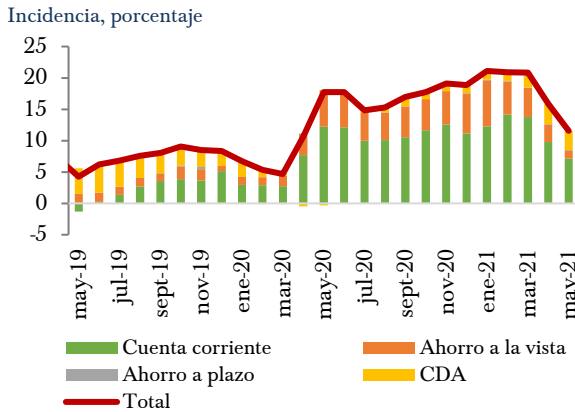


Gráfico II.8
Depósitos en moneda Nacional

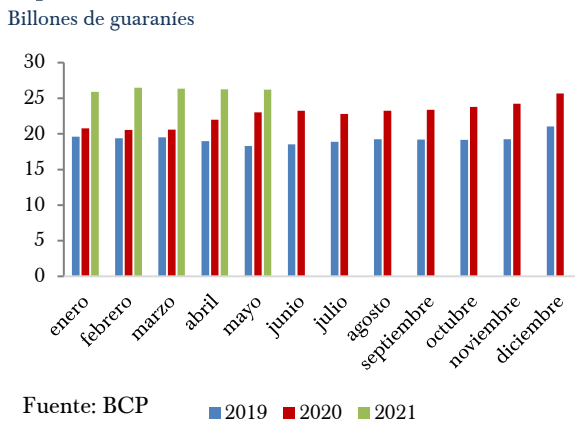
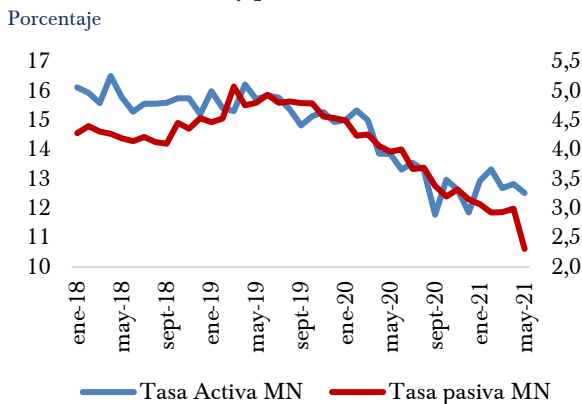


Gráfico II.9
Tasas de interés activa y pasiva en moneda nacional



registros similares a los meses previos y muy superiores a los del año anterior (gráfico II.8).

Durante la pandemia, se observó un aumento importante de los depósitos, que pudo haberse debido al ahorro forzoso que implicó las restricciones a la movilidad o el mismo temor a contagio. Además, los agentes económicos pudieron haber ahorrado de forma precautoria ante la amenaza latente de la enfermedad del COVID-19 y los gastos que conlleva su tratamiento. Esto podría constituirse en un factor positivo para la expectativa de recuperación de la demanda, a medida que las actividades económicas vayan teniendo una mayor apertura a nivel social y se despejen las dudas respecto a la situación sanitaria.

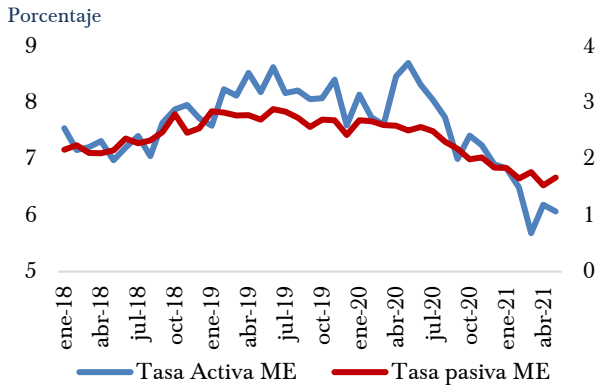
Con relación a las tasas de interés, el promedio de las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional se redujeron levemente con relación al informe previo. Así, el promedio de los meses abril y mayo de las tasas activas se situó en 12,7%, por debajo de la tasa promedio del primer trimestre (13%). Las tasas pasivas, en la misma moneda, registraron un promedio de 2,7% entre abril y mayo, inferior al promedio de 3% verificado en los primeros tres meses del año.

Asimismo, en moneda extranjera, las tasas de interés promedio ponderado de las tasas activas y pasivas disminuyeron respecto de los valores observados hasta el informe previo. Las tasas activas promediaron 6,1% entre abril y mayo (promedio 6,3% enero – marzo), al tiempo que las pasivas exhibieron un promedio de 1,6% en el mismo periodo (promedio 1,8% enero – marzo) (gráficos II.9 y II.10).

En lo referente a la Encuesta de Situación del Crédito en el primer trimestre del 2021, se observó que el 17,9% de los encuestados había considerado que la situación, en dicho periodo, era óptima para la concesión de créditos. Con esto, se verificó una disminución con respecto a dos trimestres pasados. Esta situación pudo haberse visto afectada, más por una razón de eventuales aumentos de riesgos crediticios derivado de la incertidumbre en el contexto sanitario, que por la evolución de los créditos *per se*, ya que los mismos han seguido aumentando en el periodo señalado. No obstante, conforme el avance en el proceso de inmunización, se espera que en los próximos meses se registren resultados más favorables (gráfico II.11).

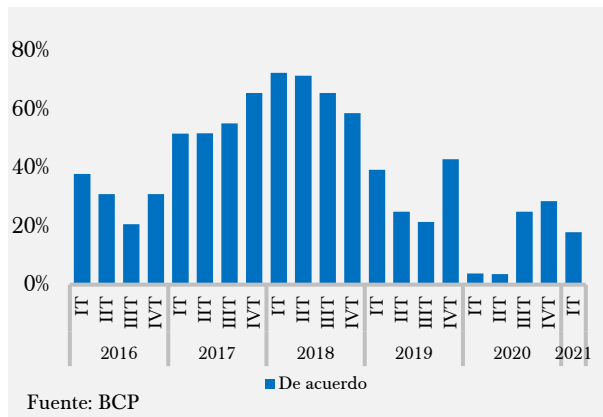
Por su parte, las expectativas para la concesión del crédito por sectores se encuentran en su mayoría en la zona de

Gráfico II.10
Tasas de interés activa y pasiva en moneda extranjera



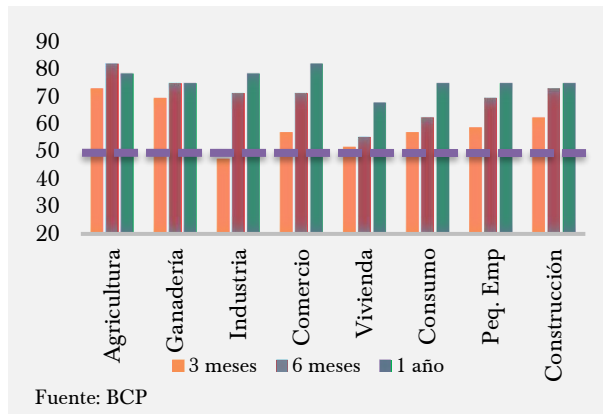
Fuente: BCP

Gráfico II.11
¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?



Fuente: BCP

Gráfico II.12
Índice de difusión de las expectativas sectoriales del Crédito



Fuente: BCP

expansión en los próximos 3 meses, con excepción del sector industria. No obstante, se percibe una importante perspectiva de recuperación para los próximos 6 y 12 meses en dicho sector. Igualmente, en todos los sectores se visualizan mejores expectativas para los meses siguientes. (gráfico II.12).

Mercado Bursátil

Al mes de junio de 2021, el volumen negociado en bolsa alcanzó 9.247.076 millones de guaraníes, lo que representó un incremento de 56,9%, en términos interanuales. Las operaciones de reporto fueron las de mayor proporción (53,2%), lo cual significó un aumento de 49,6%. Luego se encuentran las operaciones de renta fija, que constituyeron el 45,8% del total negociado, y verificó una expansión de 71,7% en el mismo periodo. En menor proporción, se encuentran las operaciones de renta variable (0,88%), que constataron una variación de 15,5%, y las operaciones con derivados (0,12%), las cuales disminuyeron en 83,4% interanual en el periodo de referencia.

Del total negociado hasta junio del 2021, el 27,1% correspondió a transacciones en el mercado primario y 72,9% al mercado secundario (gráfico II.13).

La distribución de las transacciones en la bolsa en el mes señalado fue la siguiente: operaciones de reporto 53,2%, operaciones de renta fija 45,7%, operaciones de renta variable 0,99%, y operaciones de derivados 0,11%.

Las operaciones de reporto han seguido incrementándose a un ritmo elevado, aunque se han desacelerado, ubicándose actualmente en 49,6%, que es menor al nivel registrado en el anterior IPoM de marzo que fue del 271,7%.

En junio del 2021, la tasa de interés promedio ponderado en moneda nacional pactada en la bolsa de valores se ubicó en 9,25% anual, mientras que la tasa en moneda extranjera se ubicó en 6,09% anual.

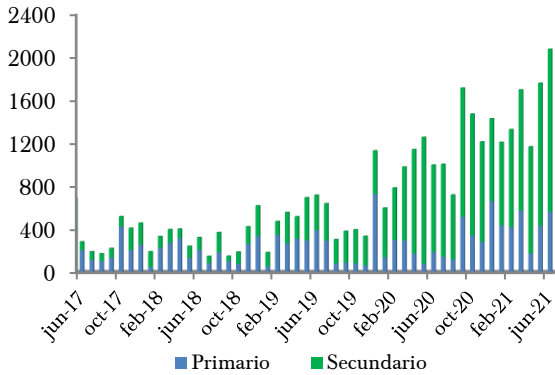
Tipo de cambio

En el segundo trimestre del año, las monedas de la región que se apreciaron con respecto a las cotizaciones registradas a finales del trimestre anterior fueron el real brasileño 12,1% y el peso uruguayo 1,3%. En contrapartida, el guaraní (6,78%), el sol peruano (3,04%), el peso chileno (2,04%) y el peso

Gráfico II.13

Volumen negociado en la BVPASA

En miles de millones de guaraníes

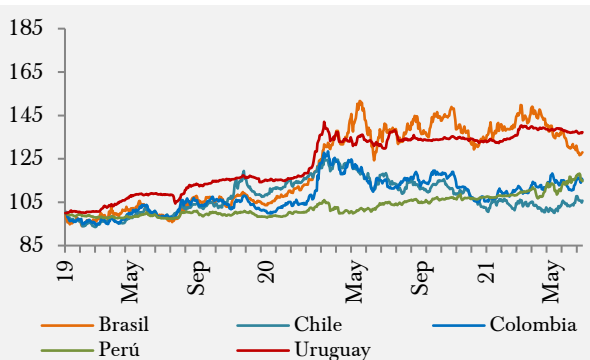


Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción

Gráfico II.14

Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice ene-2019=100

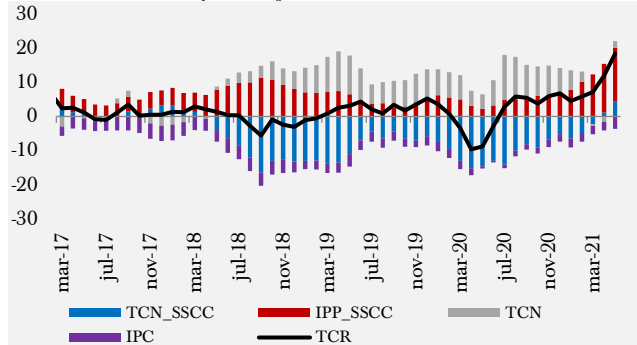


Fuente: Bloomberg

Gráfico II.15

Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

colombiano (1,30%) se depreciaron en el mismo periodo. (gráfico II.14)

Por otra parte, en mayo de 2021, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 18,37% con respecto al mismo mes del año pasado. Este comportamiento es explicado en su mayor parte por el diferencial entre la inflación externa y doméstica (16,45% interanual) (gráfico II.15).

III. Escenario Doméstico

Tabla III.1

PIB: sectores de oferta

Variación interanual, porcentaje

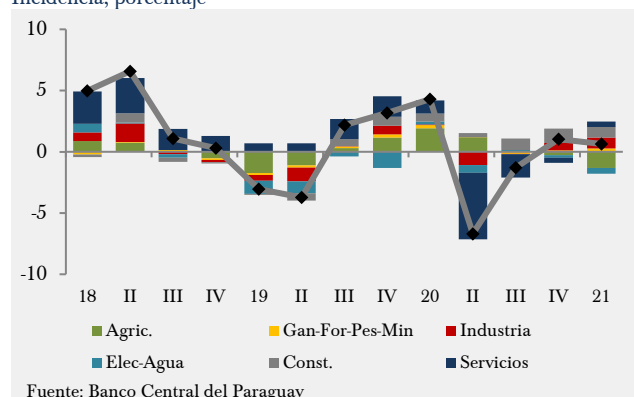
Sectores	Peso 2020	2020				2021
		I	II	III	IV	I
Agricultura	8,7	18,1	15,1	1,2	-3,8	-10,9
Ganadería, For., Pes. y Min.	3,1	9,3	0,3	-4,7	3,9	9,8
Industria	19,2	0,3	-5,8	-0,2	3,1	4,8
Elect. y agua	7,2	2,8	-8,6	1,1	-3,0	-6,0
Construcción	7,0	11,5	5,6	13,9	18,1	14,2
Servicios	47,6	2,3	-10,9	-3,8	-0,8	0,9
Imp. a Prod.	7,2	1,5	-14,3	-3,8	0,7	-0,5
PIB Total	100,0	4,3	-6,7	-1,3	1,0	0,6
PIB sin Agric. y sin Bin.	86,9	2,8	-8,1	-1,5	1,8	2,8

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	Peso 2020	2020				2021
		I	II	III	IV	I
Consumo total	75,6	2,4	-7,4	-3,8	-0,1	-0,9
Consumo privado	63,1	1,7	-8,7	-5,4	-1,9	-0,3
Consumo público	12,5	6,7	0,1	5,3	8,2	-4,2
FBC	20,2	17,5	-9,7	-16,8	-11,6	11,4
FBCF*	19,4	6,1	-2,5	8,6	11,5	15,4
Exportaciones	32,5	-5,9	-23,3	-5,0	-6,8	-10,4
Importaciones	28,5	-2,3	-29,3	-18,7	-17,2	-6,0
PIB Total	100,0	4,3	-6,7	-1,3	1,0	0,6

*Representa el 73,3% de la FBC

Fuente: Banco Central del Paraguay

Actividad y demanda

La actividad económica mostró una buena dinámica en el primer trimestre, teniendo en cuenta que, en gran parte del periodo, la base de comparación era relativamente elevada (pre - pandemia). En el mes de marzo, el efecto base se volvió favorable, pero al mismo tiempo, el empeoramiento de la crisis sanitaria y sus repercusiones en otros ámbitos (social y político) habían generado una mayor incertidumbre. En este escenario, el PIB experimentó un crecimiento 0,6% interanual, explicado por el desempeño favorable de la construcción, la industria, los servicios y la ganadería. Por el lado del gasto, el componente con mayor incidencia fue la formación bruta de capital fijo (FBCF).

El sector de la construcción presentó un crecimiento interanual de 14,2% en el primer trimestre de 2021 (tabla III.1). El desempeño de la actividad estuvo explicado por el dinamismo observado en la ejecución de las obras tanto privadas como públicas. Las condiciones climáticas favorables permitieron avanzar con normalidad las construcciones durante el trimestre.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería anotó una variación interanual positiva de 9,8% en el primer trimestre, explicada por el mayor nivel de faenamiento de ganado bovino, porcino y de aves de corral. Además, se han observado resultados favorables en minería, en línea con la mayor dinámica verificada en las construcciones.

Por su parte, la actividad manufacturera verificó un crecimiento interanual de 4,8%, debido principalmente al mejor desempeño de la producción de carne, productos químico-farmacéuticos, productos metálicos, bebidas y tabaco, metales comunes, molinerías y panaderías, productos de la madera, cueros y calzados, productos lácteos, maquinaria y equipos. No obstante, estos resultados se vieron atenuados por las variaciones negativas registradas en la producción de aceites, minerales no metálicos, textiles y prendas de vestir.

El sector de los servicios registró un crecimiento de 0,9% en términos interanuales. En el comportamiento interanual incidieron positivamente los desenvolvimientos de las

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

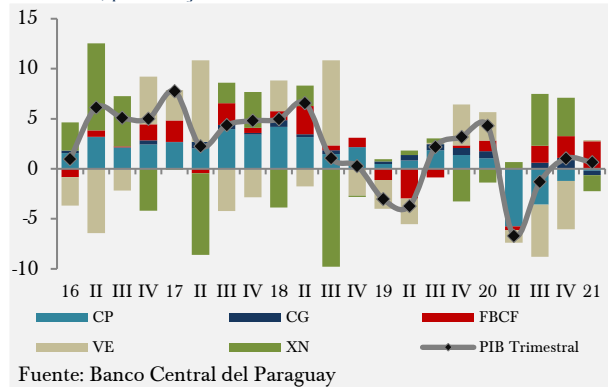


Gráfico III.3
Consumo total
Variación interanual, porcentaje

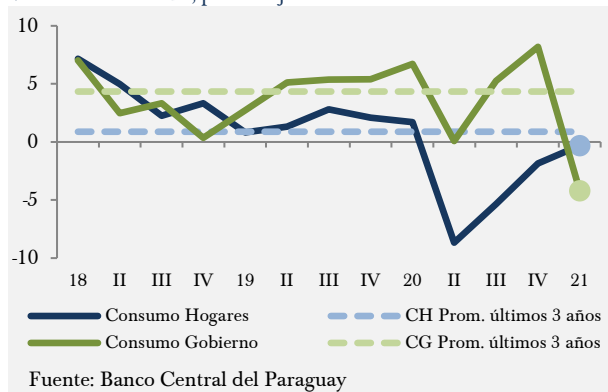
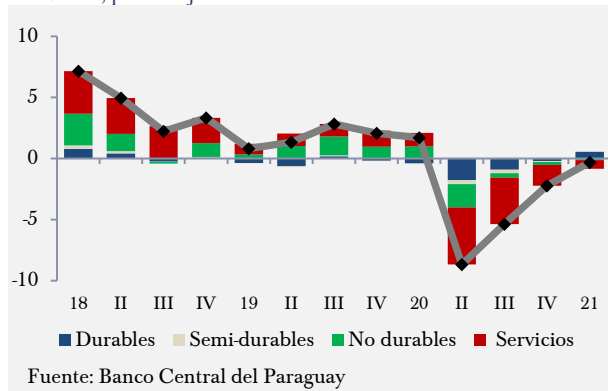


Gráfico III.4
Componentes del consumo privado
Incidencia, porcentaje



telecomunicaciones, intermediación financiera, transportes, el comercio y los servicios a los hogares (que incluye salud, educación y esparcimiento). En contrapartida, los servicios gubernamentales, los servicios a las empresas (que incluye agencias de turismo, consultorías, publicidad, etc.), restaurantes y hoteles, mostraron resultados negativos.

Por otro lado, el sector agrícola presentó una disminución de 10,9% con respecto al mismo trimestre de 2020 (según los últimos registros oficiales del MAG), que se debió principalmente a los menores niveles de producción de la soja, el maíz, el arroz y la caña de azúcar. No obstante, estos resultados fueron parcialmente atenuados por las variaciones positivas registradas en la producción de mandioca y otros tubérculos.

Por último, el sector de electricidad y agua (que incluye a las binacionales) presentó una contracción interanual de 6,0% en el primer trimestre de 2021. El desempeño desfavorable del trimestre siguió siendo explicado por la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido al menor caudal hídrico del río Paraná.

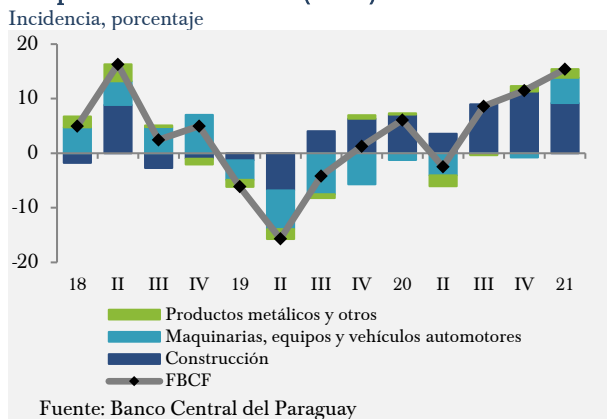
Desde la perspectiva del gasto, el incremento interanual del PIB fue impulsado por el aumento de la demanda interna y atenuado por la contracción en la demanda externa.

Por el lado de la demanda interna, la misma verificó un crecimiento interanual de 2,3%. Entre sus principales componentes, la formación bruta de capital (FBC) creció 11,4% (principalmente debido al aumento de la formación bruta de capital fijo), mientras que el consumo total registró una reducción de 0,9%, ambos en términos interanuales.

Al interior del consumo total, se observó una caída del consumo privado en 0,3%, debido principalmente a una disminución en los gastos en servicios, en especial los relacionados con la recreación y la educación. Los gastos en bienes no durables (principalmente alimentos, papeles y combustibles) registraron una incidencia negativa, mientras que los gastos en bienes durables (compras de electrodomésticos y vehículos automotores) verificaron una variación positiva. Por su parte, el consumo de gobierno verificó una variación interanual negativa de 4,2%.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) verificó un crecimiento de 15,4% con respecto al mismo trimestre de

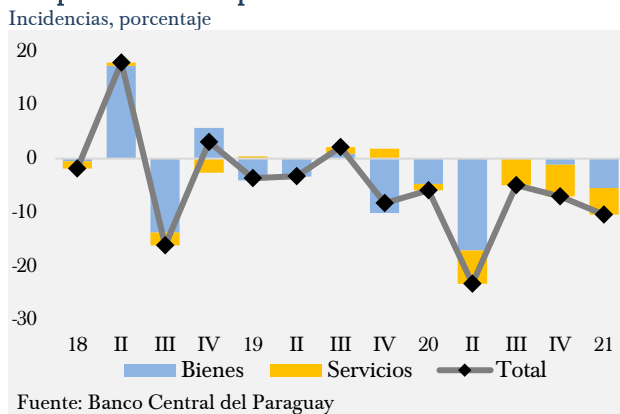
Gráfico III.5
Componentes de la inversión (FBCF)



2020. Este desempeño fue influenciado, principalmente, por el mayor nivel en las construcciones acompañado también, en menor medida, por el incremento de las inversiones en maquinarias y equipos.

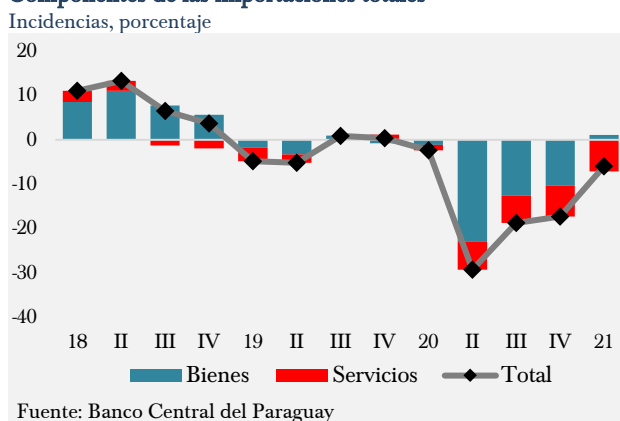
Por el lado de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios presentaron una disminución interanual de 10,4%, resultado que se explica fundamentalmente por las reducciones en los envíos de soja en toneladas (retraso en la cosecha), maquinarias y equipos (vinculadas a las reexportaciones), energía eléctrica, restaurantes y hoteles (merma en el ingreso de turistas extranjeros al país). No obstante, se observaron dinámicas favorables en las exportaciones de maíz y carne. La incidencia de los bienes fue de -5,5 p.p. y de los servicios fue de -4,9 p.p.

Gráfico III.6
Componentes de las exportaciones totales



A su vez, las importaciones de bienes y servicios se redujeron en 6,0% al compararlas con los niveles del mismo trimestre de 2020. Las importaciones de servicios contribuyeron negativamente debido a las retracciones de los servicios de transportes (servicios de fletes adquiridos por paraguayos desde el exterior) y servicios de restaurantes y hoteles (refleja la menor salida de paraguayos al extranjero por la pandemia de COVID-19). La incidencia de los bienes fue de 1,1 p.p. y de los servicios fue de -7,1 p.p.

Gráfico III.7
Componentes de las importaciones totales



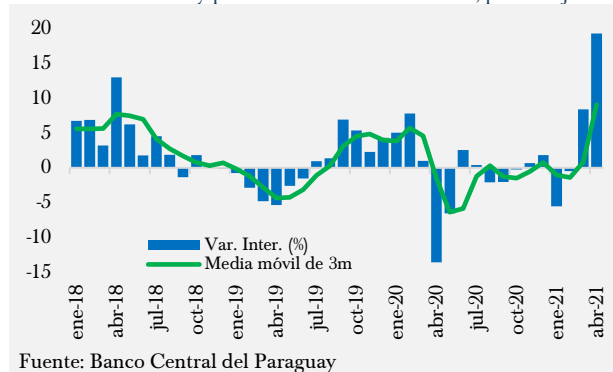
De esta manera, la demanda interna fue el componente que más contribución tuvo en el resultado del PIB del primer trimestre de 2021 (2,3 p.p.), principalmente debido a la FBCF (2,9 p.p.). En contrapartida, la demanda externa registró una incidencia de -1,6 p.p.

Finalmente, los indicadores adelantados de actividad económica han seguido mostrando una buena dinámica en el segundo trimestre, explicada principalmente por las construcciones, las manufacturas y los servicios. Es importante puntualizar que, si bien las tasas interanuales incorporan el efecto base, los niveles del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) y del Estimador Cifras de Negocios (ECN) se mantuvieron por encima de los niveles observados en el periodo previo a la pandemia, reflejando de esta manera la recuperación gradual que ha estado experimentando la economía en los últimos meses.

Asimismo, hacia adelante se prevé que la economía mantenga su dinamismo, derivado de las buenas perspectivas para el sector agrícola, como así también de un impulso externo

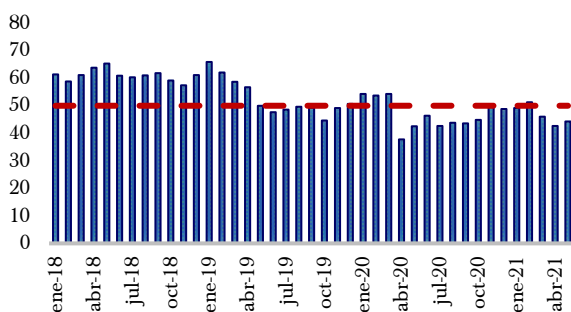
Gráfico III.8
Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP)

Variación interanual y promedio móvil de tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

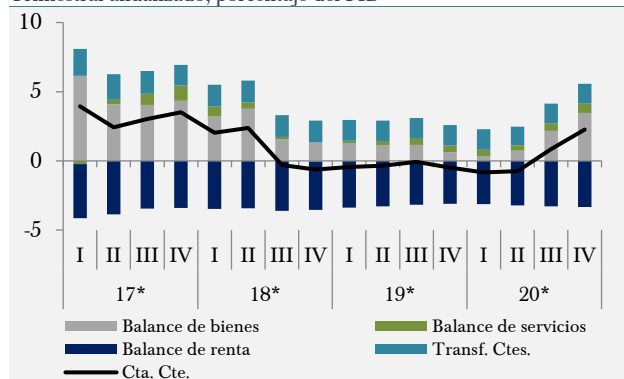
Gráfico III.9
Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.10
Cuenta Corriente: Componentes y Saldo

Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



(*) Cifras preliminares

Fuente: Banco Central del Paraguay

favorable por la mejora de las condiciones económicas de los socios comerciales. Además, el plan de inmunización masivo desde el mes de julio es un factor sumamente positivo para el desempeño económico de los próximos meses.

Cuenta Corriente³

La estimación del saldo de la cuenta corriente del año 2020 se ajustó levemente al alza de 2,2% a 2,3% del PIB, principalmente debido a una corrección positiva en la balanza de servicios y del ingreso primario, mientras que, la balanza comercial se revisó ligeramente a la baja.

En lo que respecta al año 2021, se ha procedido a una revisión al alza en la proyección del crecimiento de las exportaciones, de 15% (IPoM marzo) a 17% (IPoM junio). Por un lado, este cambio se explica por una mejora, mayor a la prevista anteriormente, de los precios de los productos de exportación, en línea con el fuerte aumento de las cotizaciones internacionales de los *commodities*. Por otro lado, se espera un desempeño mejor de las reexportaciones, consistente con las mejores perspectivas económicas de la economía brasileña y el fortalecimiento de su moneda con respecto al año anterior. Sin embargo, estos ajustes positivos fueron atenuados por un recorte en la proyección de las exportaciones de electricidad, cuya producción ha sido afectada, en gran medida, por el bajo nivel del caudal del río Paraná.

En cuanto a las importaciones, la tasa de variación se revisó de 14% (IPoM marzo 2021) a 19% (IPoM junio 2021), sustentada en los mejores pronósticos de la actividad económica, del consumo privado y de la inversión en maquinarias y equipos. Además, a la par del repunte de las reexportaciones, se asume un mayor crecimiento de las importaciones para uso interno. Por otra parte, el aumento de los precios de los combustibles derivados del petróleo también incidió en la corrección de las importaciones (en valores).

Teniendo en cuenta el cambio más pronunciado de las importaciones con relación a las exportaciones, el saldo de la balanza comercial se redujo de USD 1.461,8 millones a USD 1.253 millones en este informe. Por su parte, la balanza de

³ En el marco del fortalecimiento de las Estadísticas del Sector Externo, los datos de la serie han sido revisados y actualizados conforme al Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI: www.bcp.gov.py/notas-tecnicas-y-metodologicas-1131

Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2019*	2020*	2021 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	-179,5	837,4	895,0
Balanza Comercial	203,6	1.225,8	1.253,2
Exportaciones	12.116,3	10.954,9	12.885,8
Importaciones	-11.912,8	-9.729,2	-11.632,6
Servicios	194,0	252,3	227,6
Ingreso primario	-1.154,3	-1.163,9	-1.108,8
Ingreso secundario	577,3	523,2	523,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,5	2,3	2,3

(*) Cifras preliminares

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla III.4
Finanzas públicas – Administración Central

En miles de millones de guaraníes

	Junio 2020	Junio 2021	Variación (%)
Ingreso total recaudado	14.360	17.890	24,6%
Ingresos tributarios	9.665	12.504	29,4%
Contrib. sociales	1.368	1.501	9,7%
Donaciones	583	979	67,8%
Otros ingresos	2.744	2.906	5,9%
Gasto total obligado	17.254	17.000	-1,5%
Remuneración a los empleados	7.888	8.079	2,4%
Uso de bienes y servicios	1.624	1.790	10,3%
Intereses	1.146	1.399	22,1%
Donaciones	1.982	2.133	7,6%
Prestaciones sociales	4.140	3.046	-26,4%
Otros gastos	474	553	16,6%
Balance operativo	-2.894	890	
Adquisición neta de activos no financieros	3.401	2.819	-17,1%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-6.295	-1.929	

Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

servicios se ajustó levemente al alza de USD 210,5 millones a USD 227,6 millones. Con estos resultados, el saldo superavitario de la cuenta corriente disminuyó de USD 1.081,4 millones (3,0% del PIB) a USD 895 millones (2,3% del PIB).

Finanzas públicas

Los ingresos totales recaudados a junio ascendieron a 17,9 billones de guaraníes, equivalente a un incremento del 24,6%, en términos acumulados, en comparación con el correspondiente al mismo periodo del año anterior. Este resultado se explica principalmente por un incremento del 29,4% de las recaudaciones de los ingresos tributarios, los cuales han continuado con un dinamismo auspicioso, acorde con la recuperación de la actividad económica en algunos sectores importantes. De esta forma, en el mes de junio, los ingresos tributarios registraron un crecimiento interanual de 37,6% de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) y, 17,5% de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA). Por su parte, los otros ingresos se incrementaron en 5,9%, debido a mayores ingresos por regalías y compensaciones de Itaipú.

Además, se han verificado incrementos en las donaciones en 67,8% y contribuciones sociales en 9,7% acumulados a junio 2021 en comparación al mismo periodo del año anterior.

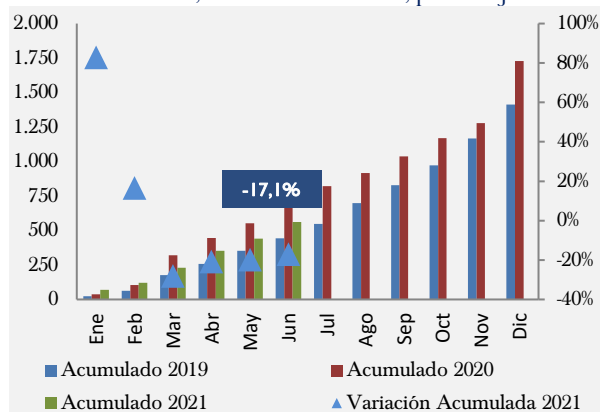
Por su parte, el gasto obligado a junio alcanzó 17 billones de guaraníes, lo que representa una reducción de 1,5% respecto al acumulado a junio de 2020. Este comportamiento se explica principalmente por una caída del concepto de prestaciones sociales en 26,4%, debido a la finalización de los programas transitorios implementados en el marco de la Emergencia Nacional en el ejercicio fiscal 2020. Por otro lado, se incrementaron los gastos en el pago de intereses en 22,1%, en otros gastos 16,6%, en uso de bienes y servicios en 10,3%, remuneración a los empleados en 2,4%, debido esencialmente al pago de personal contratado del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social (MSPBS).

La Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a la inversión pública en infraestructuras exhibió una disminución del 17,1% con respecto al acumulado a junio del 2020.

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento neto) de 1,9 billones

Gráfico II.11
Inversión física de la Administración Central

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje

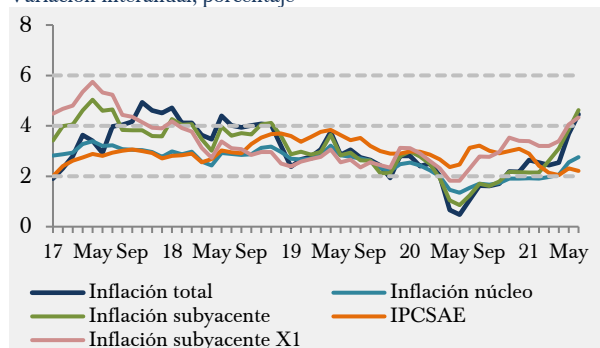


Fuente: Ministerio de Hacienda (MH).

Gráfico III.12

Indicadores de inflación

Variación interanual, porcentaje

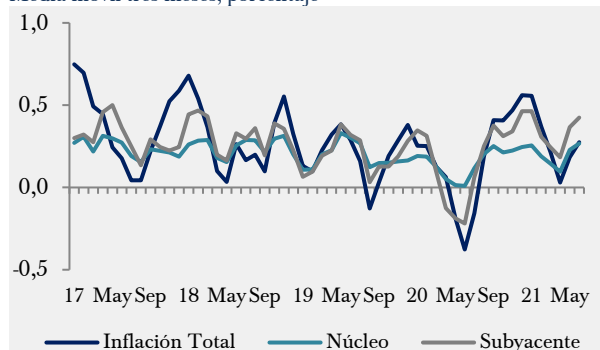


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.13

Inflación mensual

Media móvil tres meses, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

de guaraníes a junio del presente año, equivalente a un resultado fiscal de -0,7% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -4% del PIB.

Evolución de los precios

Desde el último IPoM, la inflación interanual y las medidas subyacentes han repuntado, explicado en gran medida por la menor base de comparación del año pasado. Adicionalmente se observaron aumentos de algunos precios de alimentos y de los combustibles, que también contribuyeron en alguna manera al incremento de la inflación interanual.

En el mes de junio, **la inflación interanual** se situó en 4,5%, superior a la tasa observada en marzo de 2021 (2,4%). El promedio entre abril y junio se situó en 3,6%, por encima del 2,5% observado en el primer trimestre del año y, también mayor al promedio del 1,1% observado en el segundo trimestre del año pasado (gráfico III.12).

En el periodo abril-junio del año en curso, **la subyacente** (excluye frutas y verduras) y **la subyacente X1** (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promediaron una tasa de 3,9% (ambos indicadores), superior a las verificadas en el primer trimestre del año 2021 que fueron del 2,3% y 3,3%, respectivamente. La inflación núcleo, por su parte, promedió 2,5% en el segundo trimestre (1,9% durante el primer trimestre del 2021) (gráfico III.12).

La inflación mensual promedió entre abril y junio del corriente una tasa del 0,3%, mayor al 0,2% observado entre enero y marzo del 2021 y, por encima del verificado en el segundo trimestre del año pasado (-0,4%). Por su parte, la inflación núcleo y la subyacente promediaron en el segundo trimestre tasas del 0,3% y 0,4%, superiores al promedio registrado entre enero y marzo, 0,1% y 0,2%, respectivamente. (gráfico III.13).

El **IPCSAE (IPC sin alimentos y energía)** promedió una tasa de variación interanual de 2,2% entre abril y junio, inferior al promedio registrado en el último IPoM que fue del 2,5%. El IPCSAE bienes, registró en este lapso una tasa de variación promedio interanual del 4%, menor al 4,5% observado en el primer trimestre del año. En el periodo de referencia, el IPCSAE bienes verificó incrementos relacionados, por un lado, a aquellos bienes durables de la canasta afectados por la depreciación del guaraní con respecto al dólar registrado en

Gráfico III.14

IPC sin alimentos y energía

Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

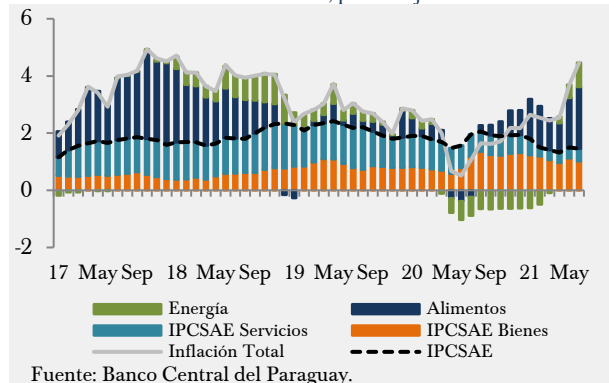


Gráfico III.15

Inflación de bienes y servicios administrados

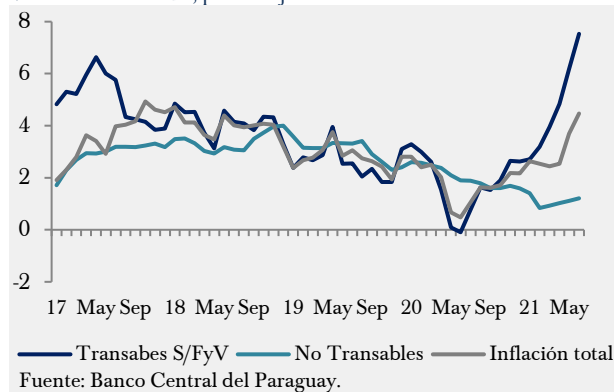
Variación interanual, porcentaje



Gráfico III.16

Inflación de bienes transables y no transables

Variación interanual, porcentaje



gran parte del segundo trimestre y, por otro lado, a subas en los precios de las vestimentas, artículos de limpieza para el hogar, los productos farmacéuticos y, artículos de higiene personal, principalmente. Por su parte, el IPCSAE servicios promedió una tasa de variación de 1% entre abril y junio, levemente menor a la variación promedio interanual del 1,1% observada entre enero y marzo de este año. Este segmento verificó incrementos moderados en el segundo trimestre, donde se destacaron las alzas de precios en los servicios de la salud, alimentos consumidos fuera del hogar, mantenimiento de vehículos y servicios funerarios (gráfico III.14).

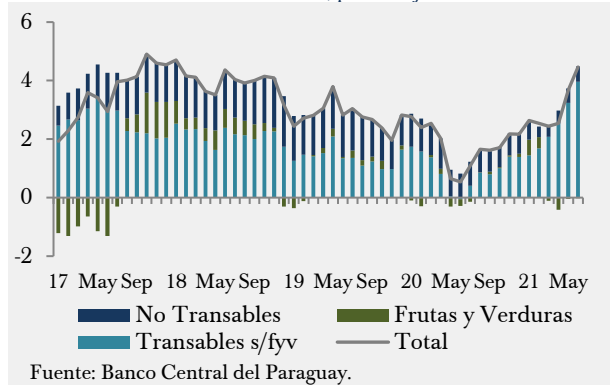
Con relación a los **alimentos**, la variación interanual promedio del segundo trimestre del año fue de 6,5%, por encima del 5,1% apuntado en el primer trimestre del año. En este periodo, se verificaron aumentos en casi todos los alimentos de la canasta, donde principalmente se subrayan las subas de precios en productos panificados, harinas, pastas y arroz, productos lácteos, aceites, carne de aves y carne vacuna. Este último, explicado por una mayor dinámica de la demanda externa, favorecido por una recuperación de los precios internacionales, situación que ha motivado un aumento en el nivel de faenamiento para satisfacer las ventas externas. No obstante, estos aumentos de precios de la carne vacuna fueron parcialmente atenuados por las disminuciones de precios de las hortalizas y de la carne cerdo, esta última debido a una mayor oferta en el mercado local (gráfico III.14). En términos mensuales, el promedio de variación del índice de precios de alimentos fue 0,1%, menor al 0,2% del primer trimestre, reflejando de esta manera el importante componente de efecto base en el repunte de la inflación de alimentos.

Asimismo, durante el periodo nuevamente se volvieron a registrar alzas en los precios de los combustibles, en línea con el aumento de los precios del petróleo a nivel internacional. Las subas importantes de precios fueron apuntadas en las naftas, gasoil aditivado, gas de uso doméstico y gasoil común (gráfico III.14).

Por su parte, los precios de los **bienes administrados** registraron una variación interanual promedio de -0,2% entre los meses de abril y junio, superior al -0,8% verificado en el primer trimestre del 2021. En tanto que, los **bienes libres** registraron, en el mismo periodo, una tasa interanual

Gráfico III.17

Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje

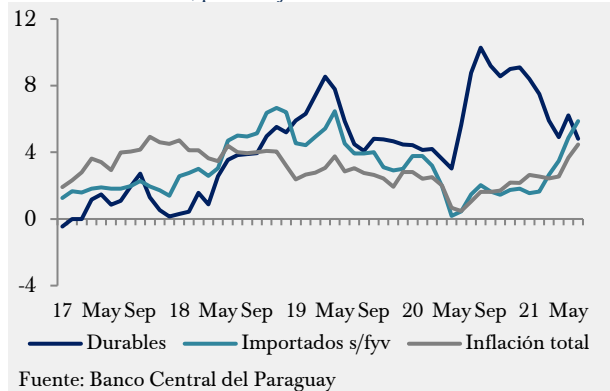


promedio de 3,9%, superior al 2,9% observado entre enero y marzo del 2021 (gráfico III.15).

Por otro lado, los **bienes transables (sin frutas y verduras)** verificaron una inflación interanual promedio de 6,2% en el actual trimestre, tasa mayor al 3,3% observado en el trimestre anterior, como consecuencia principalmente de los aumentos en los precios de los alimentos, bienes durables, productos farmacéuticos y los combustibles. En el segmento de los **bienes y servicios no transables**, el comportamiento entre los dos primeros trimestres del año fue relativamente estable, promediando una tasa interanual del 1,1%. No obstante, en el periodo de referencia se registraron incrementos moderados en algunos servicios como los subrayados en servicios para el mantenimiento del hogar, servicios relacionados a la salud, mantenimiento de vehículos, y servicios funerarios, entre otros. Este último, explicado por los altos niveles de decesos por Covid-19 durante el periodo (gráfico III.16) (gráfico III.17).

Gráfico III.18

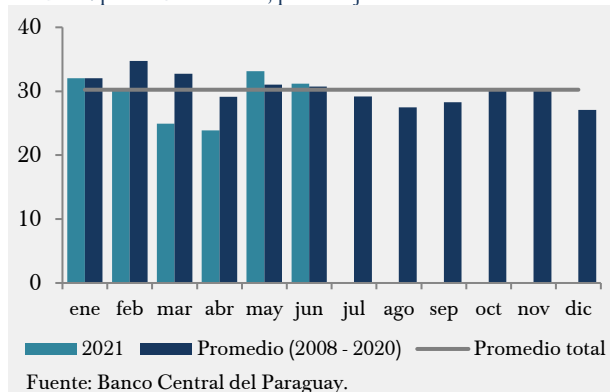
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



Con respecto a los **bienes durables**, la tasa de variación interanual promedio se redujo de 7,3% en el primer trimestre a 5,3% en el segundo trimestre. Por su parte, la inflación de los bienes importados repuntó en los últimos meses, debido principalmente al aumento de los precios de los combustibles (gráfico III.18).

Gráfico III.19

Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
Actual vs. promedio histórico, porcentaje



Por otra parte, la proporción de productos que registraron variaciones positivas superiores al 0,333% (i.e. 4,0% anual) promedió 29,4% en el segundo trimestre, superior al promedio de enero-marzo del año 2021 (29,1%), pero menor al promedio histórico total de 30,7% (gráfico III.19).

Con respecto al **Índice de Precios del Productor (IPP)**, el mismo verificó al mes de mayo de 2021 una variación acumulada del 1,4% y, una tasa interanual de 7,1%. Este indicador registró incrementos tanto en las agrupaciones de productos nacionales como también en los importados. La agrupación de productos nacionales acumuló a mayo una tasa del 2% y, una variación interanual de 8,8%. En esta agrupación, los aumentos de mayor incidencia se verificaron en animales vivos apuntados en ganado vacuno, porcino, y aves de corral. En tanto que, en los alimentos manufacturados se destacan las alzas de precios carne vacuna al gancho, carne de aves, menudencia vacuna, aceites, productos lácteos, y productos de molinería y panadería. Asimismo, en la rama de productos metálicos, maquinarias y equipos se destacan las subas en láminas y productos siderúrgicos primarios,

Gráfico III.20

Índice de Precios del Productor (IPP)
Variación interanual, porcentaje

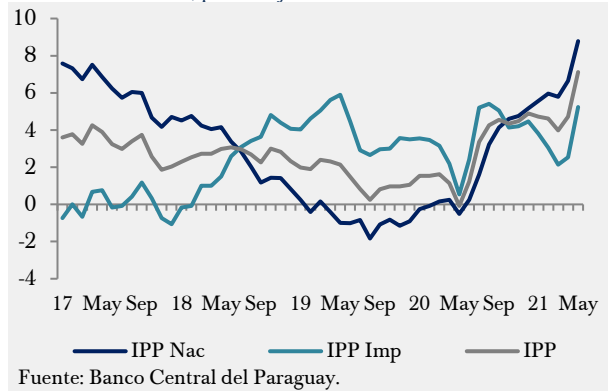
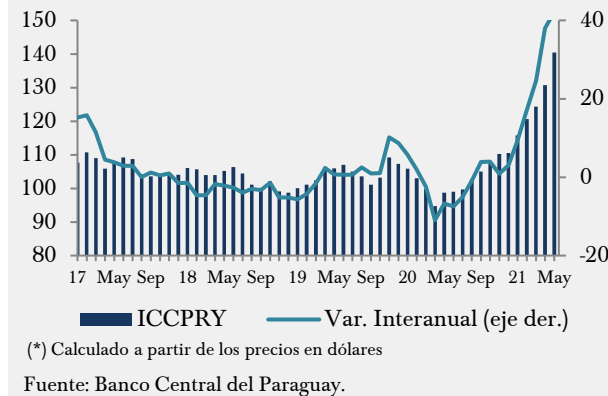


Gráfico III.21

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



carrocerías y equipo de carga, y otros productos manufacturados. Por su parte, la agrupación de productos importados en el mismo lapso acumuló una tasa del 0,7%, y la variación interanual ascendió al 5,2%. Las ramas de actividad económica de mayor incidencia en esta agrupación fueron, por un lado, los productos alimenticios, subrayándose los aceites y productos molinería y panadería y, por otro lado, los bienes transportables no metálicos que observaron incrementos en productos de madera, combustibles, y productos químicos (gráfico III.20).

El **Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY)** (en dólares estadounidenses) registró en el mes de mayo una variación interanual de 42,2%, superior a la variación interanual observada en el mes de marzo del 2021 (24,6%). Este resultado estuvo explicado principalmente por los incrementos en los precios internacionales del maíz, trigo, carne vacuna, carne de cerdo, aceites, azúcar y café. La variación promedio mensual entre abril y mayo fue 6,3%, por encima del 4% obtenido entre enero y marzo del año 2021 (gráfico III.21).

Finalmente, las expectativas de inflación, conforme a la **Encuesta de Variables Económicas (EVE)** del mes de junio, se ubican en 3,2% para el cierre del año 2021. Para el 2022, los agentes estiman una inflación de 3,7%, 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		
	2020	2021	2020	2021	2022
Mundo	-3,5	5,6	-3,3	6,0	4,5
EE.UU.	-3,5	5,7	-3,5	6,6	4,1
Eurozona	-6,6	4,2	-6,5	4,5	4,3
China	2,3	8,5	2,3	8,5	5,6
Brasil	-4,1	3,5	-4,1	5,1	2,2
Argentina	-9,9	6,0	-9,9	6,0	2,5
Socios comerciales	-6,0	5,0	-6,0	5,7	2,9
Socios Mercosur	-6,9	4,8	-6,9	5,6	2,4

Fuente: Bloomberg

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de marzo, el pronóstico de crecimiento de la economía mundial ha sido revisado al alza, ante ajustes positivos en varias de las principales economías, incluyendo a Estados Unidos, la Eurozona y Brasil. Las previsiones de crecimiento económico mundial para 2021 se ubican en 6,0% anual, aumentando 0,4 p.p. respecto a los valores del informe anterior (tabla IV.1). En cuanto a las perspectivas para 2022, se espera un crecimiento anual de 4,5%.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2021 mejoraron desde el último IPoM, pasando de 5,7% a 6,6%, señalando una mayor recuperación a la prevista. Para el año 2022, se espera una tasa de variación anual del 4,1%.

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2021 aumentó 0,3 p.p., situándose en 4,5%, indicando así una recuperación superior a la reportada en el IPoM anterior. Para el próximo año se proyecta un crecimiento del PIB del 4,3% anual. En China, la estimación de crecimiento para el año corriente se mantuvo en 8,5% anual y para 2022 se prevé una tasa de crecimiento del 5,6%.

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 de marzo presentaron ajustes mixtos. Para Brasil, se estima un crecimiento del PIB del 5,1% anual en 2021, aumentando 1,6 p.p., respecto al último informe. Para Argentina se mantuvo la proyección de un 6,0% de crecimiento en 2021. Para 2022, se esperan variaciones positivas para ambos países, de 2,2% para Brasil y de 2,5% para Argentina.

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur mejoraron para 2021, situándose en 5,6% (4,8% en el informe anterior), mientras que, para 2022 se estima un crecimiento del PIB de los socios del Mercosur de 2,4% interanual.

Las estimaciones de crecimiento económico para los socios comerciales de Paraguay también se ubican por encima de las previstas en el IPoM anterior. Para 2021 las previsiones de crecimiento pasaron de 5,0% a 5,7% y, para 2022 se ubican en 2,9% anual.

En cuanto al nivel de precios medido por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), en Estados Unidos se han elevado las proyecciones de inflación, en línea con las mayores tasas observadas recientemente. Conforme a estimaciones de *Consensus Forecasts* se espera una tasa de inflación anual de 3,7% para 2021, cifra superior a las proyecciones de abril (2,6%). Para 2022, se prevé una tasa de inflación de 2,8%. Por otro lado, la inflación medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 2,8% en 2021 (1,9% en el IPoM anterior) y en 2,5% para 2022. En la Eurozona, también se incrementaron las perspectivas de inflación. La inflación anual prevista para 2021 pasó de 1,6% en abril a 1,9% en julio. Para 2022, la proyección de la inflación se ubica en 1,4% anual.

En Argentina, persiste la expectativa de una inflación elevada para 2021 y 2022. Se prevé que este año cerraría con una inflación del 48,0%, por encima del 46,5%, reportado en el IPoM anterior, mientras que el próximo año se reduciría a 42,1% anual. Para Brasil, volvieron a aumentar significativamente las perspectivas de inflación para 2021 pasando de una tasa de 4,8% a 6,2% anual y para 2022 se proyecta una inflación anual de 3,9%.

Por otra parte, se espera que el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses sea en promedio 0,1% anual en 2021, al igual que en el informe anterior y de 0,2% en 2022. A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 1,7% para 2021, inferior al 1,8% esperado en el informe anterior y de 2,0% para 2022.

En el ámbito doméstico, la proyección central de crecimiento del PIB para el 2021 se ajustó de 3,5% a 4,5%, explicado por un desempeño económico mejor a lo previsto en el segundo trimestre y, por un cambio favorable en la situación sanitaria. En los últimos meses, los registros de actividad económica se han ubicado por encima de lo previsto en el informe anterior, debido a los buenos resultados observados en la construcción, la

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

	2020	2021(f)	2021(i)
Sector Primario	7,1	-2,5	-0,3
Agricultura	9,1	-7,0	-0,6
Ganadería	4,7	12,0	0,3
Forestal, Pesca y Minería	-4,3	5,5	0,0
Sector Secundario	1,7	6,6	2,2
Manufactura	-0,5	8,5	1,6
Construcción	12,6	14,0	1,0
Electricidad y Agua	-1,8	-6,0	-0,4
Sector Terciario	-3,3	4,8	2,3
Gobierno General	5,2	-2,7	-0,3
Comercio	-7,8	9,5	0,9
Otros Servicios ⁴	-4,4	5,7	1,6
Impuestos	-3,9	4,4	0,3
PIB a precios de mercado	-0,6	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	-1,4	6,6	

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

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

	2020	2021 (f)
PIB	-0,6	4,5
Demanda Interna	-2,7	5,9
Formación bruta de capital	-4,5	14,2
Formación bruta de capital fijo	6,3	14,8
Consumo total	-2,2	3,7
Consumo privado	-3,5	3,9
Consumo público	5,2	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	-10,2	6,9
Importaciones de bienes y servicios	-17,0	12,1
Cuenta corriente (% del PIB)	2,3	2,3
FBKF (% del PIB nominal)	20,1	20,2

Fuente: Banco Central del Paraguay
(f) Proyección

ganadería y las manufacturas principalmente. Por otra parte, desde la última revisión, la curva de infectados por COVID-19 se frenó significativamente, lo que ha dado un respiro al sistema de salud. Adicionalmente, las expectativas en cuanto a la evolución de la pandemia han mejorado sustancialmente por el notorio avance en el proceso de inmunización de la población a partir del mes de julio. Teniendo en cuenta este cambio en el panorama sanitario, se prevé que el dinamismo económico observado recientemente continúe afianzándose en los meses siguientes. Desde el sector externo, el impulso ha seguido siendo positivo, lo cual ha influido favorablemente en los resultados de la ganadería, las manufacturas y el comercio. De esta manera, la corrección del pronóstico del PIB, por el lado de la oferta, se explica por una mejora en las líneas de otros servicios (incluye los segmentos más afectados por la pandemia), construcciones, manufacturas, comercio y ganadería. Por el lado del gasto, se prevé un crecimiento más elevado de las inversiones, impulsadas por las construcciones y las compras de maquinarias y equipos. El consumo privado también tendrá una mayor expansión, sustentada en la recuperación gradual del mercado laboral y en las mejores expectativas de los agentes económicos (tabla IV.2 y tabla IV.3).

La proyección de inflación para el 2021 se ajustó de 3,8% a 4,0%, consistente con el comportamiento reciente de los precios y las mejores perspectivas económicas. En el segundo trimestre, los datos observados de inflación se ubicaron por encima de lo pronosticado para ese periodo, lo cual también implica un punto de partida más elevado para las proyecciones. Por otro lado, los mejores resultados esperados en términos de actividad económica se traducirán en un cierre de la brecha del producto más rápido que lo anticipado. Este escenario, juntamente con unas condiciones monetarias reales más laxas -por una mayor depreciación del tipo de cambio real-, contribuyeron a que la inflación proyectada se sitúe en un nivel superior a lo presentado en el IPoM de marzo. Teniendo en cuenta los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación se

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

	2020	2021(f)	2022(f)	2023(f)
Inflación IPC promedio (*)	2,0	4,2	4,0	
Inflación IPC diciembre (**)	2,2	4,0	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (***)				4,0
Inflación IPC subyacente promedio (*)	2,0	4,5	4,0	
Inflación IPC subyacente diciembre (**)	2,2	4,0	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (***)				4,0

(f) Proyección

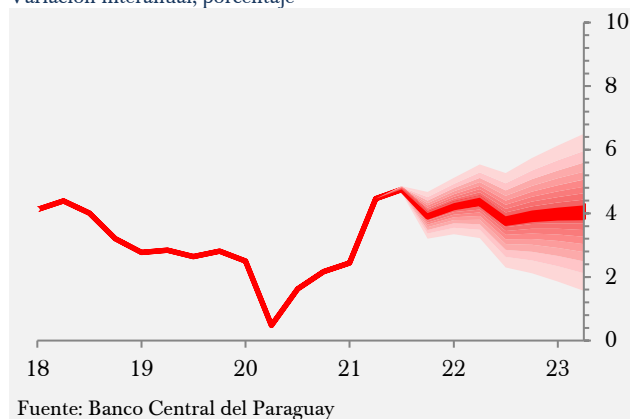
(*) Corresponde al promedio del cuarto trimestre.

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

(***) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2023.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico IV.1
Proyección de inflación total
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

ubicaría ligeramente por encima del 4% en el primer semestre del 2022, para luego converger hacia la meta a partir del tercer trimestre y se mantendría en esos niveles hasta el horizonte relevante para la política monetaria (tabla IV.4 y gráfico IV.1).

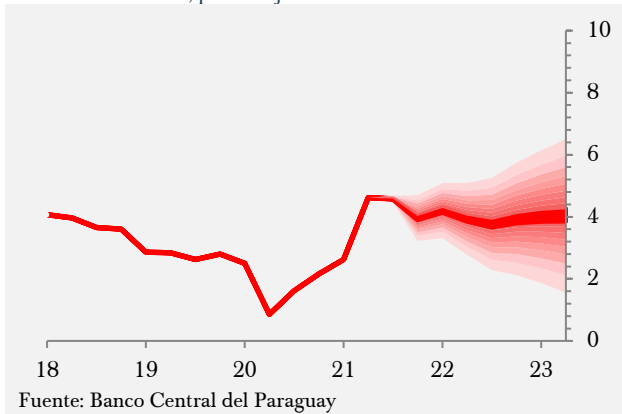
Escenarios de Riesgo

En el plano internacional, se revisaron al alza las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2021 y para 2022. Sin embargo, persiste el riesgo relacionado a la evolución de la pandemia. Si bien, los avances de la vacunación de la población han sido notorios, las nuevas variantes pueden provocar una menor efectividad de las vacunas, con lo cual se podrán necesitar esfuerzos adicionales en el futuro que impliquen nuevas restricciones o la prolongación de ciertas medidas para contener los contagios. En particular, la variante delta ha generado un aumento notable de casos en ciertos países que se encuentran con una gran proporción de su población vacunada, lo cual ha sumado a la incertidumbre sobre las perspectivas globales

En esta línea, una mayor duración de la crisis sanitaria presionaría aún más a las cuentas fiscales, en especial la de los países emergentes y en desarrollo que ya cuentan con un espacio limitado. Además, el costo de fondeo podría elevarse, si la inflación en Estados Unidos es más persistente a lo tolerado por la Reserva Federal (Fed), derivando en un aumento de tasas de fondos federales más rápido a lo previsto y empeorando las condiciones financieras internacionales. A su vez, el efecto podría exacerbarse, si se da una consecuente mayor aversión al riesgo y potencial salida de capitales de las economías emergentes.

Respecto a los precios de los *commodities*, por un lado, la recuperación reciente de la demanda mundial, sumada a una limitada capacidad de producción y a continuas interrupciones en las cadenas de producción, ha ejercido presiones inflacionarias importantes. Por el momento, se espera que sea un fenómeno transitorio, conforme la oferta de insumos se vaya normalizando, como en el caso del petróleo. Sin embargo, no puede descartarse que un aumento en los costos que enfrentan las empresas pueda tener efectos más duraderos sobre la inflación. Por otro lado, la potencial vuelta de restricciones a la movilidad

Gráfico IV.2
Proyección de inflación subyacente
Variación interanual, porcentaje



podría deteriorar bruscamente los precios de determinados commodities como el petróleo.

En la región, si bien los principales socios comerciales de Paraguay presentaron un mayor dinamismo en sus economías al igual que mejores perspectivas de crecimiento, los riesgos aumentaron especialmente por el lado de los precios. En Brasil, a pesar del impacto de la segunda ola de contagios, los indicadores de actividad continuaron avanzando favorablemente, lo cual implicó revisiones al alza en sus pronósticos de crecimiento. En este sentido, los riesgos sobre la recuperación económica se han reducido significativamente. Sin embargo, la persistencia de la inflación fue más intensa a la esperada, en especial en los bienes industriales, debido a dificultades para obtener insumos, la recuperación de la demanda y un incremento en las tarifas de electricidad que estuvo en línea con el deterioro constante de su escenario energético. A pesar de que, una reversión, incluso parcial, de los precios de los commodities (medidos en reales) produciría una revisión a la baja de la inflación, una extensión de los estímulos fiscales podría empeorar la situación fiscal llevando a un incremento de la prima de riesgo y ejerciendo presión sobre el tipo de cambio. Dado el mayor peso de este último dentro del balance de riesgos de Brasil, podría significar una inflación externa relevante para Paraguay más elevada. Por su parte, Argentina también presentó una recuperación más rápida a la prevista, mientras que sus niveles de inflación aumentaron producto de la reactivación económica y una política macroeconómica que se mantiene laxa. Sin embargo, la incertidumbre en torno a su futuro persiste. Además de la situación sanitaria, los nuevos avances en la reestructuración de su deuda y los riesgos inherentes a un próximo periodo electoral representan factores que podrían incidir en la economía.

En el contexto doméstico, la situación sanitaria ha mejorado notoriamente en meses recientes, aunque persisten riesgos latentes derivados de la aparición de nuevas variantes del coronavirus. El número de nuevos infectados, hospitalizados y fallecimientos por COVID-19 se ha desacelerado significativamente desde inicios del mes de junio, a lo que se ha sumado recientemente la inoculación masiva de la población. En la medida que este proceso de inmunización continúe al mismo ritmo, las

expectativas de los agentes económicos podrían mejorar rápidamente, al tiempo de que posibilitaría una mayor apertura de sectores que todavía se encuentran con restricciones para su funcionamiento en condiciones relativamente normales. Sin embargo, un factor que puede enlentecer nuevamente el proceso de reapertura de la economía guarda relación con la aparición de nuevas variantes del virus -especialmente la delta- ante las cuales la efectividad de las vacunas se reduzca sustancialmente.

Recuadro I: Estimación del crecimiento del PIB mediano plazo

Introducción

La economía paraguaya creció en el periodo 1997-2003 a una tasa promedio de 0,6%. Esta baja expansión coincide con un periodo que se caracterizó por las crisis financieras y la inestabilidad en el ámbito político y social. Posteriormente, tras una serie de reformas económicas aprobadas desde el año 2003 y, en un contexto internacional favorable por el boom de los precios de los *commodities*, el producto interno bruto (PIB) real creció 4,6% en promedio durante los años 2004-2014.

En el quinquenio más reciente, el periodo 2015-2019, pese al contexto mundial más adverso⁵ y a las condiciones climáticas desfavorables experimentadas en el año 2019, el Paraguay experimentó un crecimiento económico promedio del 3%. Sin embargo, en el año 2020, debido a la crisis sanitaria y a las medidas de aislamiento implementadas para limitar la propagación de la COVID-19, se estima que la economía del país se contrajo en 0,6%, promediando una expansión de 2,4% en el periodo 2015-2020.

El objetivo de este recuadro es estimar el crecimiento del PIB tendencial de la economía paraguaya para los próximos cinco años, es decir, para el periodo 2021-2025. En ese sentido, se entiende al PIB tendencial como la medida relevante para analizar la capacidad productiva del país en el mediano y largo plazo, una vez los *shocks* han desaparecido y el uso de los factores ha convergido a su nivel normal⁶.

Metodología de cálculo

Para estimar la trayectoria del PIB tendencial de mediano plazo se aplica la metodología estándar de contabilidad del crecimiento. Para ello, se analiza un escenario para la economía paraguaya donde el efecto de los *shocks* se ha disipado y donde los factores de producción se utilizan a su capacidad normal. En este contexto, el crecimiento

tendencial dependerá del comportamiento esperado de la productividad y de los factores de producción.

La función de producción utilizada para el ejercicio es de tipo Cobb-Douglas con retornos constantes a escala, expresada de la siguiente forma:

$$Y = PTF \cdot K^{\alpha} \cdot L^{1-\alpha}$$

Donde, (Y) es el producto real, los coeficientes (α) y ($1 - \alpha$) representan las elasticidades del producto respecto a los factores de producción, stock de capital (K) y mano de obra ajustada por calidad (L), respectivamente, y (PTF) es la productividad total de los factores. La participación del capital y del trabajo en el PIB es 42% y 58%, respectivamente.

Resultados

Para la estimación se realizan supuestos con respecto a las tasas de crecimiento de los distintos factores de producción y de la productividad total de los factores, para el periodo 2021-2025. Posteriormente, se calcula el crecimiento tendencial del PIB en base a la metodología descrita previamente.

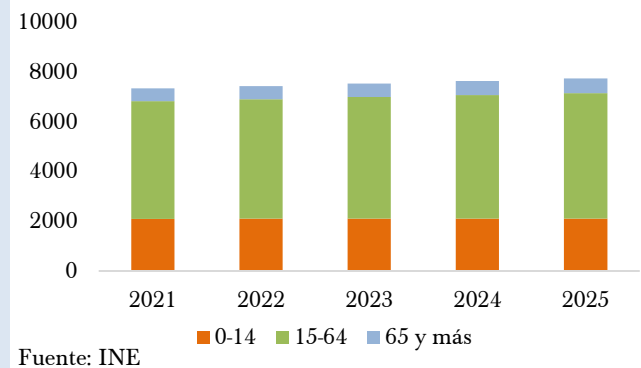
En el ejercicio de simulación, se asume un crecimiento promedio para el capital de 3,6%, levemente superior a la tasa de 3,5% observada en promedio durante los últimos seis años (periodo 2015-2020). Este supuesto se sustenta principalmente en las inversiones privadas, entre las cuales se destacan algunas previstas en los sectores industriales de celulosa, cementos, frigoríficos, biocombustibles y en la construcción residencial y no residencial. Por su parte, se espera que el ritmo de las inversiones públicas se modere en el periodo de referencia, en concordancia con el plan de convergencia fiscal de mediano plazo.

⁵ Caída en el precio de los *commodities*, condiciones financieras más ajustadas, magro desempeño económico global y de los socios comerciales.

⁶ El PIB tendencial se diferencia del PIB potencial, en el sentido de que este último incorpora los efectos de *shocks* transitorios sobre la productividad o sobre la intensidad de uso de los factores productivos. Por tanto, la brecha del producto relevante para evaluar las presiones inflacionarias en el corto plazo debe ser calculada con el PIB potencial. En el largo plazo, cuando los *shocks* transitorios han desaparecido, ambas medidas convergen a un mismo nivel.

Por otro lado, se asume un crecimiento promedio del 3,1% del factor trabajo ajustado por calidad, similar a la tasa del 3,0% observada en el sexenio anterior. En ese sentido, se prevé que el ritmo de creación de empleos se recuperaría, una vez superada la pandemia de COVID-19. Este supuesto se sustenta en las mayores inversiones previstas, que incrementarían la demanda laboral y, al mismo tiempo, desde el punto de la vista de la oferta laboral, no se avizoran tampoco limitaciones, teniendo en cuenta que la población en edad laboral (15 a 64 años), además de representar una importante proporción del total de la población (65%) seguiría aumentando en los próximos años (Gráfico I).

Gráfico I
Población proyectada por grupos de edad
Miles de personas



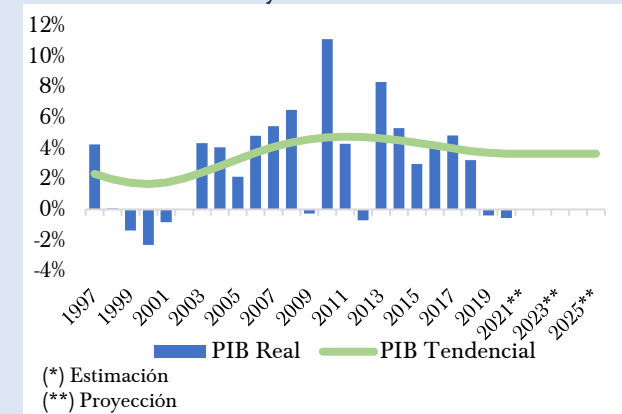
Finalmente, se asume un crecimiento promedio del 0,3% para la productividad total de los factores. Esta tasa es superior al -0,8% observado en el periodo de seis años inmediatamente anterior pero inferior al 0,7% verificado en el periodo 2004-2014. Se considera que las mejoras en la productividad con respecto al sexenio anterior se darán como consecuencia de innovaciones y del uso de nuevas tecnologías para la realización de diversos trabajos, muchas de las cuales ya han sido puestas en práctica durante el periodo de pandemia. Asimismo, se prevé un escenario externo más favorable para los próximos años y sus eventuales mejoras en la eficiencia productiva de las industrias relacionadas. Si bien estos factores podrían

⁷ Como ejemplos se pueden citar: políticas de mejoramiento de la eficiencia energética, en el marco de las negociaciones del tratado de Itaipú previstas para el año 2023, políticas que incrementen la calidad institucional y capacidad de gestión del sector público o reformas enfocadas en fortalecer el capital humano y el clima de negocios del país.

contribuir a mejoras en la productividad total, las mismas se ubicarían por debajo de las verificadas durante el periodo coincidente con el superciclo de los *commodities*.

Con estos supuestos, el crecimiento del PIB tendencial de mediano plazo para el escenario base, se ubicaría en 3,6% en promedio para el periodo 2021-2025, con un límite inferior de 3,2% (escenario pesimista) y un límite superior del 4,0% (escenario optimista) (Gráfico II).

Gráfico II
Crecimiento del PIB real y del PIB tendencial 2021-2025

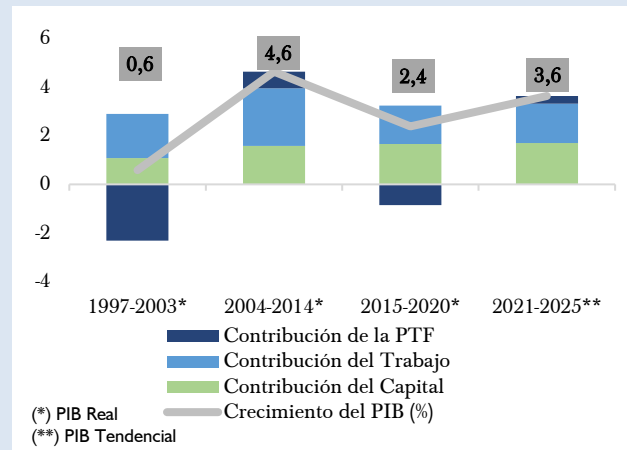


El rango de escenarios simulados estaría en directa relación a la variación que se pueda observar en la productividad total de los factores, cuyo crecimiento tendencial se estima entre 0,0% y 0,7%. El escenario pesimista, de nulo incremento en la productividad, podría observarse ante un eventual contexto externo más complejo de lo esperado y sus consecuentes implicancias negativas para los negocios. Por otro lado, el escenario optimista, de aumentos en la productividad similares a los observados durante el superciclo de los *commodities*, podría verificarse en caso de que los supuestos del escenario base vayan acompañados de reformas estructurales que faciliten y promuevan las mejoras en la eficiencia de la economía en su conjunto⁷.

De este modo, las contribuciones de cada uno de los factores de producción y de la productividad en el escenario base serían las siguientes: 1,7 p.p. para el stock

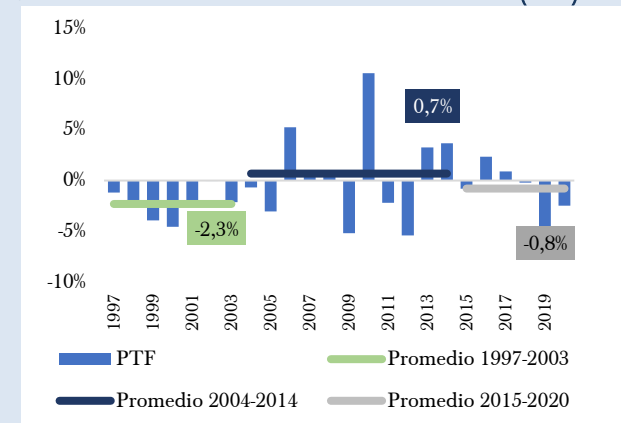
de capital, 1,6 p.p. para el trabajo ajustado por calidad y 0,3 p.p. para la productividad total de los factores (Gráfico III).

Gráfico III
Contribuciones al crecimiento del PIB tendencial



Finalmente, se debe destacar que las estimaciones expuestas en el presente recuadro conllevan un elevado grado de incertidumbre, lo que se refleja en la amplitud del rango de estimación (de 0,8 puntos porcentuales). Dicha situación se debe al actual y futuro contexto sanitario local e internacional incierto, así como a la volatilidad existente en las estimaciones de la productividad (Gráfico IV).

Gráfico IV
Crecimiento de la Productividad Total de Factores (PTF)



Bibliografía

Albagli, E., et al. (2015). “Crecimiento tendencial de mediano plazo en Chile”. Banco Central de Chile.

Cantero, José (2018). “Historia del sistema bancario de Paraguay”. Sistema financiero paraguayo. Construyendo sobre sólidos fundamentos. Banco Central del Paraguay.

Fernández Valdovinos, C. (2016). “Quid Pro Quo: productividad y crecimiento económico I”. Paraguay más allá de la estabilidad macroeconómica. Logros y desafíos. Banco Central del Paraguay.

Iakova, D., et al. (2014). “Latin America New Challenge to Growth and Stability”. International Monetary Fund.

Plan de recuperación económica “Ñapu’ã Paraguay” (2020). Ministerio de Hacienda del Paraguay.

Tercer Informe de Gestión Oficial de la Presidencia (2021). Presidencia de la República del Paraguay.

Recuadro II: Efectos de la pandemia de COVID-19 en el mercado laboral

Introducción

Este apartado inicia mostrando estimaciones de los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre distintos indicadores del mercado laboral mundial, destacando a su vez algunos de los sectores económicos más afectados y las regiones o países más perjudicados. Así también, se señalan los efectos desiguales sobre ciertos grupos demográficos y se examina la magnitud de las medidas de política orientadas a atenuar los impactos negativos sobre el empleo y la efectividad potencial de las mismas. Posteriormente, se focaliza en verificar los efectos sobre el mercado laboral de Paraguay, conforme a los indicadores disponibles.

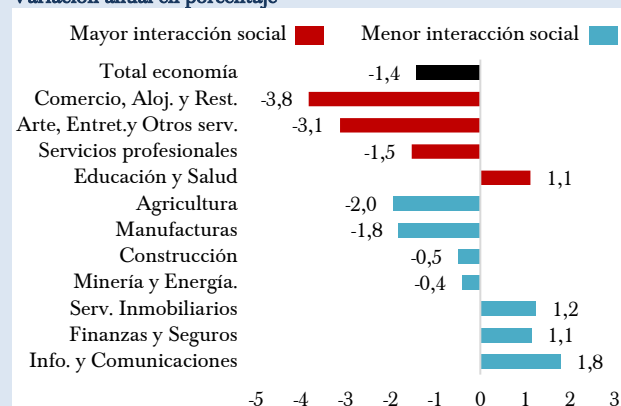
Efectos sobre el mercado laboral global

A nivel global, el mercado laboral se vio afectado por la pandemia de COVID-19. Las restricciones implementadas para contener las curvas de contagios limitaron las actividades laborales, especialmente en aquellos sectores que requieren más interacción social. Si bien la caída total del empleo mundial para 2020 fue estimada en 1,4% interanual por el Fondo Monetario Internacional (FMI), se observaron mayores reducciones en los sectores económicos de comercio, alojamiento y restaurantes (-3,8%), arte y entretenimiento, y otros servicios (-3,1%) (Gráfico I).

La Organización Internacional de Trabajo (OIT) estimó que en 2020 se produjo una pérdida de 8,8% de las horas de trabajo a nivel global⁸ con relación al último trimestre de 2019, lo que equivale a una reducción de 255 millones de empleos a tiempo completo. Esta pérdida es casi cuatro veces mayor que la observada en 2009 durante la crisis financiera internacional. Pese a los avances con los procesos de inoculación de la población mundial en 2021, la OIT proyecta una disminución del 3,5% de horas trabajadas con relación al cuarto trimestre de 2019 (último periodo pre-pandemia). A nivel regional, América exhibe la mayor reducción en la cantidad de horas

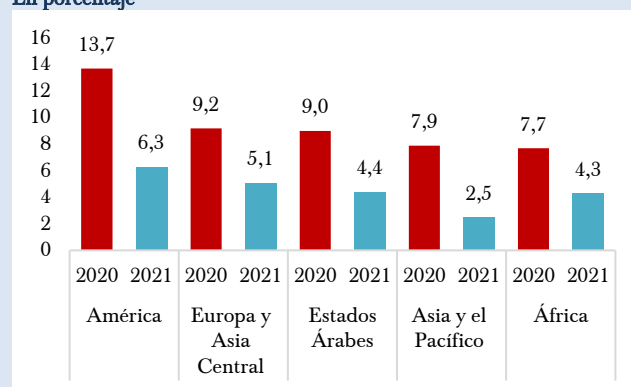
trabajadas en 2020 (Gráfico II) y se prevé que también registre la mayor contracción relativa en 2021. Esto podría deberse a medidas más restrictivas o prolongadas adoptadas en algunos países de América, para contener los contagios de COVID-19.

Gráfico I
Crecimiento del empleo mundial en 2020, por sectores.
Variación anual en porcentaje



Fuente: FMI. WEO abril, 2021.

Gráfico II
Reducción de horas trabajadas con relación al IV-T 2019
En porcentaje



Fuente: OIT.

El total global de horas trabajadas perdidas en 2020 no se estima solo por menos puestos de trabajo, sino también por reducciones en las horas de trabajo para personas empleadas. La OIT estima que aproximadamente el 45% (114 millones⁹) se debe a pérdidas de empleos y el resto a

⁸ OIT (2021), "COVID-19 y el mercado laboral mundial. Séptima Edición".

⁹ Estimando un escenario sin pandemia en 2020, las pérdidas de empleos ascienden a 144 millones, manteniendo la tendencia de crecimiento del 2019.

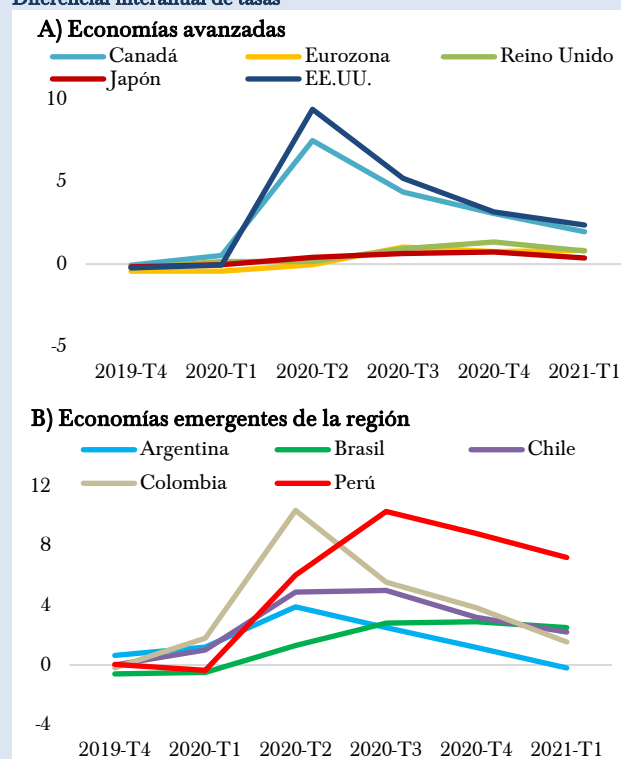
reducciones de horas trabajadas para empleados. Además, entre las personas que se quedaron sin empleo, el 29% (33 millones) pasó a ser parte del desempleo mundial, mientras que el 71% (81 millones) pasó a ser parte de la población inactiva¹⁰, es decir, la que no tiene empleo y no lo busca activamente. Con estos resultados, la tasa de desempleo mundial aumentó 1,1 puntos porcentuales, alcanzando una tasa de 6,5%, mientras que, la tasa de participación de la fuerza laboral disminuyó 2,2 puntos porcentuales, situándose en 58,7%. Tanto las principales economías avanzadas como las economías emergentes de la región registraron aumentos en las respectivas tasas de desempleo (Gráfico III). Para 2021, se espera una menor tasa de desempleo mundial que, según la OIT, se ubicaría en 6,3%, en tanto que, la tasa de participación de la fuerza laboral se incrementaría a 59,7%.

El impacto de la pandemia ha sido mayor para determinados grupos de trabajadores. Los más afectados por la pandemia han sido los jóvenes y los trabajadores con menor calificación¹¹. Además, se encontró que, en las etapas iniciales de la pandemia, el empleo de mujeres verificaba una caída desproporcionalmente mayor a las tasas relacionadas al empleo de hombres, aunque estos efectos eran transitorios¹². Estas diferencias pueden deberse, en gran medida, a los sectores en los que trabajan estos grupos demográficos y el tipo de ocupaciones en las que se encuentran. Esto implica que, en parte, estos grupos pueden pertenecer a los sectores más afectados por la crisis (Gráfico I), como también estar en ocupaciones que no puedan realizarse mediante el teletrabajo.

A consecuencia de las pérdidas de horas de trabajo en 2020, los ingresos provenientes de empleos en dicho periodo se redujeron en 8,3% con respecto al cuarto trimestre de 2019. Esto equivale a 3,7 billones de dólares o 4,4% del PIB mundial de 2019. No obstante, cabe señalar que el impacto hubiera sido superior si no se daban respuestas de políticas orientadas a preservar el empleo. Estimaciones del FMI apuntan a que el gasto

público orientado a preservar relaciones laborales y a expandir las coberturas de seguros de desempleo, a nivel mundial, fue cercano al 2% del PIB en 2020. Asimismo, un análisis empírico sobre la efectividad de políticas típicas de mantenimiento de puestos de trabajo y de reasignación de trabajadores, sugiere que la primera reduce las probabilidades de cesaciones de trabajo, en promedio, y la segunda aumenta las probabilidades de encontrar trabajo¹³. En esa línea, se modelaron las políticas adoptadas en el contexto de la pandemia concluyendo que las medidas de mantenimiento de empleo han sido fundamentales para contribuir a una atenuación de los efectos del shock de la COVID-19 sobre el mercado de trabajo, evitando una desocupación mayor. Por su parte, las políticas de reasignación contribuirán a facilitar el ajuste del mercado laboral a los cambios de carácter permanente en las economías.

Gráfico III
Tasas de desempleo
Diferencial interanual de tasas



Fuente: OECD, Bloomberg.

¹⁰ Para más detalles sobre la definición de “Inactividad” ver el siguiente [link](#).

¹¹ FMI (2021). Recesiones y recuperaciones en los mercados de trabajo: Patrones políticas y respuestas ante el shock de la COVID-19. WEO, abril 2021.

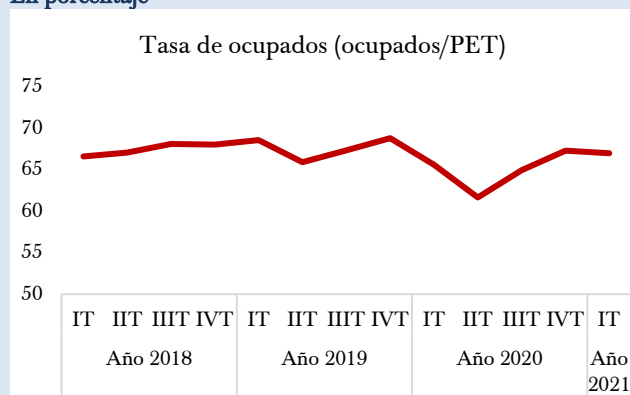
¹² Bluedorn et. al (2021). Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on “She-cessions”

¹³ FMI (2021). Op. cit.

Efectos sobre el mercado laboral de Paraguay

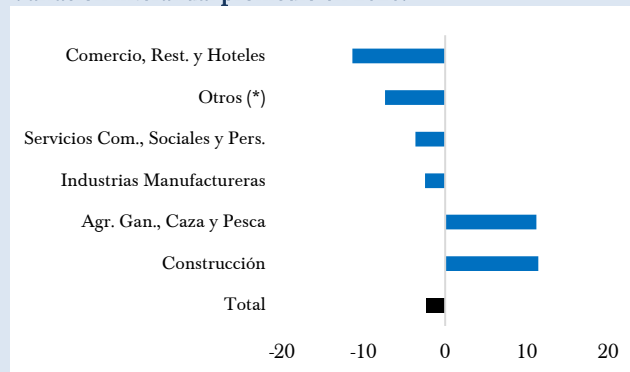
En Paraguay, la pandemia significó un duro golpe al mercado laboral, en especial durante las estrictas cuarentenas implementadas en el país a fines del primer trimestre y durante el segundo trimestre de 2020. Esto se ha evidenciado en la caída transitoria de la tasa de ocupación cuya mayor reducción se dio en el segundo trimestre de 2020 al compararlo con el mismo periodo de 2019, donde la tasa pasó de 65,9% a 61,6%, cómo se observa en el Gráfico IV. Asimismo, en línea con lo observado a nivel mundial, entre los sectores económicos más afectados se encontraron los de comercio, restaurantes y hoteles (Gráfico V).

Gráfico IV
Tasa de ocupación en Paraguay
En porcentaje



Fuente: INE.

Gráfico V
Población ocupada por sector económico
Variación interanual promedio en 2020.



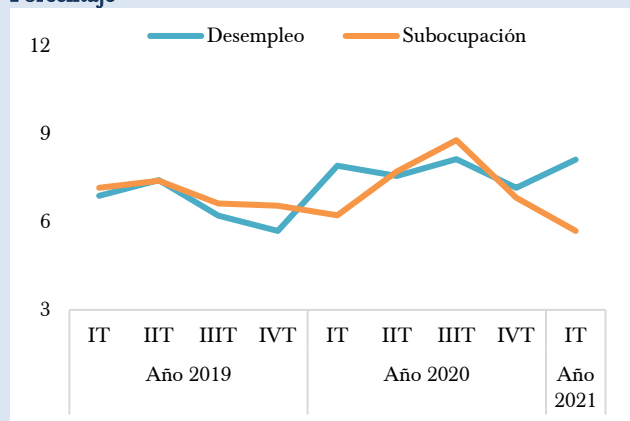
(*) Incluye: Electricidad, Gas y Agua; Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones y Finanzas, Seguros e Inmuebles.

Fuente: INE.

El descenso transitorio de la cantidad de población ocupada tuvo como contrapartida un incremento en la tasa de inactividad, en la subocupación, y en el desempleo. En primer lugar, las informaciones de las encuestas de hogares del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) revelaron que salieron personas de la fuerza laboral en los periodos de estrictas cuarentenas, especialmente en el segundo trimestre de 2020, y no buscaron activamente trabajo, es decir, pasaron a la inactividad. Así, en dicho trimestre, la población inactiva aumentó 17,7% respecto al mismo periodo de 2019. A su vez, este incremento se dio tanto por la presencia de un grupo de personas que no buscaron trabajo por las medidas restrictivas, denominado “inactivos circunstanciales”, como por una mayor población de “inactivos tradicionales”, compuestos por estudiantes, amas de casa, jubilados, entre otros. Esto último, es consistente con una mayor necesidad de labores en el hogar y cuidados de los menores, ante la caída en la ocupación de empleados domésticos para evitar una exposición al contagio, así como por el cierre de escuelas y colegios.

En segundo lugar, la subocupación aumentó junto con las medidas de restricción a la circulación de personas, dado que las limitaciones de horarios afectaron la carga horaria de ciertos empleos. El grupo de subocupados, se conforma por aquellas personas que trabajaron menos de 30 horas por semana y, pese a que estuvieron disponibles para trabajar más horas, no consiguieron hacerlo. Como se observa en el gráfico VI, la subocupación alcanzó un pico durante la pandemia en el tercer trimestre de 2020, con una tasa de subocupación visible de 8,8%, superior en 2,2 p.p. al mismo periodo del 2019. En tercer lugar, la tasa de desempleo abierto también subió respecto a los niveles observados en 2019, verificándose la mayor tasa en el tercer trimestre de 2020, alcanzando una cifra de 8,2%, lo que significó un diferencial de 2,0 p.p. en términos interanuales. El desempleo abierto indica aquellas personas que están disponibles para trabajar y buscan hacerlo, pero no han conseguido trabajar ni una hora en una actividad económica en los últimos 7 días.

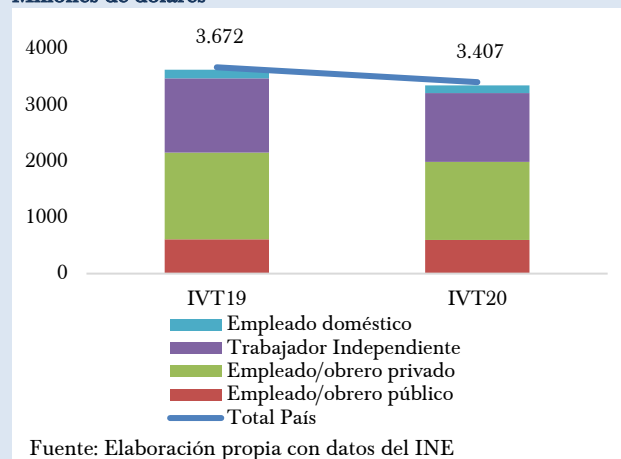
Gráfico VI
Tasas de subocupación y desempleo
Porcentaje



Fuente: INE.

Las pérdidas en el mercado laboral también pueden evidenciarse comparando los ingresos observados en periodos de pre-pandemia y los registrados durante la pandemia. Si bien no se dispone de datos del INE para todo el año 2020, la información disponible del cuarto trimestre de 2020 reporta un promedio de ingresos mensuales corrientes de $\$2.236.000$ para la población ocupada que, en comparación con los ingresos de $\$2.401.000$ reportados en el cuarto trimestre de 2019, muestran una reducción en los ingresos corrientes de $\$164.600$. Considerando estas cifras para el total de ocupados, se puede aproximar un total de pérdida de la masa salarial del país para los periodos de referencia. De esta manera, se calculó que hubo una reducción aproximada de US\$264 millones en la masa salarial del cuarto trimestre del 2020 con respecto al mismo periodo del año 2019 (Gráfico VII).

Gráfico VII
Masa salarial
Millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del INE

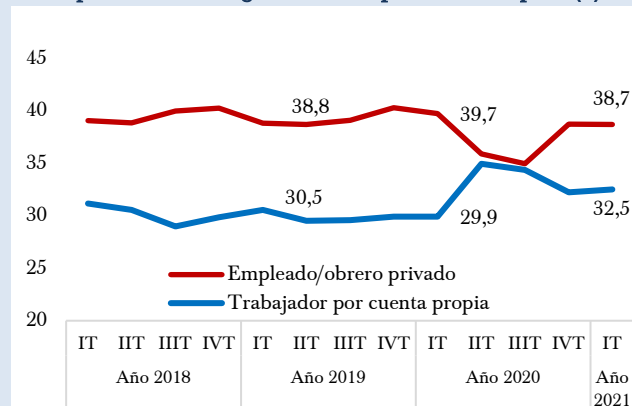
Además, cabe señalar que en Paraguay también se reportaron efectos desiguales para determinados grupos demográficos. En particular, una publicación del Banco Mundial¹⁴ encuentra mayores impactos negativos para las mujeres, estimando que la pérdida de empleo en el país ha sido alrededor de 3 veces más alta para las mujeres y casi 30% mayor para los hogares con niños en edad escolar. Esto podría deberse a una mayor carga de tareas del hogar para las mujeres.

Es importante destacar que, los resultados de las encuestas del INE exhiben una mayor disminución de empleos en áreas urbanas y para el sector privado asalariado. Esto habría generado, en parte una recomposición de las categorías ocupacionales, donde muchas personas pasaron de ser empleados del sector privado a adoptar el trabajo por cuenta propia, como se observa en el gráfico VIII.

¹⁴ Canavire Bacarreza G. y Sacco F. (2021) "El impacto desigual de la COVID-19 y sus repercusiones en el mercado laboral paraguayo". Banco Mundial Blogs.

Gráfico VII

Recomposición de la población ocupada
Participación de la categoría sobre la población ocupada (%)



Fuente: INE.

Comentarios finales

El *shock* de la pandemia ha provocado significativas pérdidas de horas de trabajo a nivel mundial, derivadas no solo de menos puestos de trabajo sino también de una jornada laboral más corta para los que están empleados. Además, cabe resaltar que ha habido sectores económicos más perjudicados que otros, como los de comercio, alojamiento y restaurantes. Más aun los grupos demográficos mayormente afectados han sido los jóvenes, los menos calificados y las mujeres. Por su parte, las políticas tendientes a conservar el empleo durante la crisis han contribuido a amortiguar el impacto negativo.

En Paraguay, los efectos sobre el mercado laboral han sido semejantes a los observados a nivel global. La tasa de ocupados descendió pronunciadamente, mientras que, en contrapartida, se observaron aumentos en la población inactiva, en el subempleo y en el desempleo.

Con el levantamiento de restricciones de movilidad se ha observado cierta recuperación del empleo en el mercado de trabajo. A partir del tercer trimestre de 2020, la población ocupada ha repuntado nuevamente, superando incluso los registros observados en el periodo previo a la

pandemia. Sin embargo, los ingresos promedio (con datos del cuarto trimestre del 2020) todavía no se habían recuperado a los niveles del cuarto trimestre del 2019. Además, cabe señalar que esto podría deberse a que se mantiene una proporción mayor de trabajadores por cuenta propia dentro de la población ocupada, con relación a periodos previos a la pandemia, y en esta categoría, los ingresos son, en promedio, menores con relación a los asalariados del sector privado.

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 diciembre 2017=100) y con una muestra representativa de 465 productos, clasificados por finalidad de gastos del consumo.

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

IPCSAE: IPC que excluye los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 63% 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
Junio 2021



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay