

## Resumen Ejecutivo

### *Economía internacional y regional*

**Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2022 han sido revisadas a la baja en comparación con las proyecciones del IPoM de diciembre.** En el primer trimestre de 2022, el entorno internacional se ha vuelto más complejo ante la invasión de Rusia a Ucrania. Las consecuentes sanciones financieras y comerciales aplicadas a Rusia por parte de diversos países, tendientes a limitar su capacidad de financiación para fines bélicos, han afectado el comercio internacional del país. Esto ha repercutido negativamente en los pronósticos de crecimiento de la economía global, especialmente a partir de revisiones negativas para los países implicados y para la Eurozona. Dada la importancia de Rusia y Ucrania en la producción de determinadas materias primas, los respectivos precios internacionales han registrado aumentos significativos. Por otra parte, China es uno de los países que continúa registrando un aumento notable de casos de COVID-19 a abril del año corriente y, las medidas rigurosas implementadas por el gobierno para contener la expansión del virus han afectado a la actividad económica. En este escenario, preocupan especialmente los riesgos para la inflación global derivados de una prolongación de la guerra y posibles disrupciones adicionales a las cadenas globales de suministros a consecuencia de demoras en puertos chinos.

**En Estados Unidos, se redujeron las previsiones de crecimiento económico, mientras que, las presiones inflacionarias se han incrementado.** En el cuarto trimestre de 2021, el PIB registró un crecimiento anualizado del 6,9%, superior a la tasa de 2,3% constatada en el trimestre previo, principalmente debido a una aceleración en la inversión privada y en el consumo privado y repunte en las exportaciones. En 2022, los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector aumentó su ritmo de expansión respecto al observado al cierre del año anterior, registrando un nivel de 58,8 en marzo. En lo que va del año, la inflación se elevó, ubicándose en 8,5% interanual en marzo. En este contexto, en su reunión de marzo, la Reserva Federal (Fed) incrementó el rango referencial de tasas de fondos federales en 25 puntos básicos (pb.), a 0,25% - 0,50%. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, las mismas fueron revisadas a la baja, de 3,9% a 3,3% para 2022.

**En la Eurozona, se ha registrado un deterioro importante en las perspectivas de crecimiento para 2022.** En el cuarto trimestre de 2021, se verificó un incremento del 0,3% en el PIB respecto al trimestre anterior, impulsado por mejoras en la inversión y en el gasto final del gobierno. Por otro lado, los datos disponibles para 2022 del PMI manufacturero mostraron un menor ritmo de expansión respecto a los niveles verificados en el cuarto trimestre del año anterior, situándose en un nivel de 56,5 en marzo. En cuanto a las perspectivas de crecimiento para 2022, las mismas se redujeron de 4,2% anual a 3,0%, ante el impacto negativo del conflicto bélico en Europa. Con relación al nivel de precios, las tasas de inflación fueron superiores a las del cuarto trimestre de 2021, ubicándose en 7,4% interanual en marzo. En su última reunión, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin variación las tasas de interés referenciales y finalizó el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).

**En China, se han previsto menores tasas de crecimiento económico para el 2022.** Si bien el PIB del primer trimestre creció 1,3% respecto al trimestre anterior, desde mediados de marzo se verificó un aumento importante de casos de COVID-19 en diversas provincias, lo cual provocó una extensión de sus medidas de contención que restringen la movilidad de las personas y limitan la actividad de las provincias afectadas. El efecto de estas medidas se reflejó en una desaceleración del PMI del sector manufacturero que registró un nivel de 48,1 en marzo. Así, los pronósticos de crecimiento para el año 2022 se redujeron de 5,2% a 5,0% anual.

**En Brasil, las perspectivas de crecimiento se han ajustado a la baja, a la par que se verificaron nuevos ajustes en la tasa de política monetaria.** En el cuarto trimestre de 2021, se constató un ligero incremento del PIB de 0,5% respecto al trimestre anterior, explicado principalmente por resultados favorables en el consumo y la inversión. En el año 2022, el PMI manufacturero mostró una recuperación desde enero, ubicándose en zona de expansión a marzo (52,3). En lo referente al

nivel de precios, la inflación continuó elevada, alcanzando una tasa de 11,3% interanual en marzo. El Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil elevó la tasa SELIC en 250 pb. desde enero de 2022, situándola en 11,75% anual en marzo. En este contexto, respecto al IPoM de diciembre, las proyecciones de crecimiento para la economía brasileña se corrigieron a la baja, de 0,8% a 0,5% para 2022.

**En Argentina, los pronósticos de crecimiento han mejorado y se ha dado un nuevo aumento de la inflación.** Los datos del PIB del cuarto trimestre del 2021 arrojaron un crecimiento del 1,5% respecto al trimestre anterior. Conforme a los datos disponibles para el 2022, la actividad económica verificó un dinamismo importante, con una tasa de expansión del 9,1% interanual en febrero. Por su parte el indicador de producción industrial exhibió una tasa de 8,7% interanual en febrero. Con estos datos, el pronóstico de crecimiento económico para 2022 se elevó de 2,2% a 2,7%. Con relación al nivel de precios, se observó una aceleración de la inflación interanual, ubicándose en 55,1% en marzo (50,9% en diciembre). El Banco Central de la República Argentina (BCRA) elevó la tasa mínima de las LELIQ desde enero a abril de 2022 hasta situarla en 47%.

### *Coyuntura doméstica y política monetaria*

**En el cuarto trimestre del 2021, el PIB siguió creciendo interanualmente, impulsado principalmente por el sector servicios (oferta) y por el gasto interno (demanda).** En términos interanuales, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre fue 0,6%. Por el lado de la oferta, se observó una incidencia positiva importante de los servicios (2,4 p.p.) y, en menor medida, de manufacturas (0,3 p.p.) y construcciones (0,2 p.p.). En contrapartida, incidieron negativamente agricultura (-2,3 p.p.), ganadería (-0,2 p.p.) y electricidad y agua (-0,2 p.p.). Por el lado del gasto, se destacaron las contribuciones positivas de la inversión (5,2 p.p.), del consumo privado (4,3 p.p.) y del consumo de gobierno (2,0 p.p.), en tanto que, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa (-10,8 p.p.). En términos acumulados, el PIB creció 4,2% en el 2021. Conforme al Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP), la economía se contrajo -0,8% al mes de febrero, afectada por agricultura, binacionales y ganadería. Sin embargo, servicios, manufactura y construcciones exhibieron una buena dinámica, lo que se reflejó en el crecimiento acumulado de 6,5% del IMAEP sin agro y binacionales.

**Desde el último IPoM, la inflación total y sus distintas medidas de tendencia han seguido con una trayectoria al alza, afectadas por la persistencia de los altos precios de *commodities* energéticos y alimenticios a nivel internacional y que se han exacerbado luego del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.** A esto también se sumaron algunos factores climáticos locales, que provocaron el incremento de algunos precios volátiles de la canasta del IPC en los primeros meses del 2022. Así, el comportamiento de la inflación del primer trimestre estuvo caracterizado nuevamente por incrementos en los precios de los alimentos, y de los combustibles. Igualmente, en este lapso, se observaron algunos efectos de segunda ronda sobre los precios de servicios. En el primer trimestre de 2022, el promedio interanual de la inflación total fue 9,1%, mayor al promedio de 7,3% observado en el cuarto trimestre del año pasado. Por su parte, la inflación subyacente X1 y la inflación núcleo promediaron tasas interanuales de 6,7% y 5,6% (6,0% y 4,7% en el cuarto trimestre del 2021).

**En el primer cuatrimestre del 2022, el Comité de Política Monetaria (CPM) continuó con el ciclo de alzas de la tasa referencial de corto plazo.** Luego de incrementarse la TPM en 375 puntos básicos en el cuarto trimestre del 2021, el ritmo de ajuste se moderó en enero y febrero de 2022, bajo el entendimiento de que el deterioro de las perspectivas económicas por la sequía y el empeoramiento de la situación sanitaria podrían contrarrestar las presiones inflacionarias derivadas del ámbito externo. Sin embargo, un nuevo shock externo (guerra entre Ucrania y Rusia) impuso presiones adicionales sobre los precios de los *commodities* alimenticios y energéticos que, en ese momento, ya se encontraban en niveles elevados. En este contexto, persistieron las subas de precios de los alimentos y de los combustibles a nivel local, sumándose también algunos efectos de segunda vuelta sobre los precios de los servicios. Asimismo, las expectativas de inflación a mayor plazo, si bien se mantenían cerca de la meta, comenzaron a aumentar gradualmente. Ante este nuevo escenario, el CPM consideró apropiado acelerar el ritmo de ajustes de la TPM a 50 p.b. en las reuniones de marzo y abril, con el claro objetivo de señalar

al mercado su compromiso con la estabilidad de precios y evitar un desalineamiento más pronunciado de las expectativas de inflación de mediano plazo.

### Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB para el 2022 se ajustó de 3,7% a 0,2%, explicado principalmente por el impacto de la sequía sobre la agricultura y sectores vinculados. Desde la última proyección dada a conocer en diciembre de 2021, las condiciones climáticas cambiaron brusca e inesperadamente, produciendo un revés significativo en las perspectivas de corto plazo. Así, la presente revisión a la baja del PIB para el 2022, se explica en gran medida por una de las sequías más fuertes desde que se tiene registros, la cual ha afectado duramente a la agricultura, ocasionando cuantiosas pérdidas en la cosecha de la soja y otros productos agrícolas. Adicionalmente, el *shock* generado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania complica aún más el panorama, causando dificultades logísticas que retrasan las operaciones comerciales y limitan la cadena de suministros en las etapas de producción. Desde la óptica de la oferta, el sector primario registraría una variación en torno al -14,3% (1,6% en el informe anterior) explicada por disminuciones en la agricultura y la ganadería, que son las actividades más afectadas por los *shocks* mencionados. El sector secundario exhibe una desaceleración desde un crecimiento de 3,5% al 1%, debido, principalmente, a retracciones en aquellas actividades manufactureras asociadas al sector agropecuario, como también a revisiones a la baja en construcción y electricidad y agua. Por su parte, el terciario prevé un menor ritmo de crecimiento, en alrededor del 2,2%, explicado mayormente por una caída del comercio y un menor crecimiento de gobierno general. En contraste, se pronostica un crecimiento, en el margen, en otros servicios, en línea con la mayor apertura de la economía. Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión arrojarían resultados positivos de 2,6% y 3,6%, aunque menores a las previstas anteriormente (4,5% y 4,6%, respectivamente). Por su parte las exportaciones e importaciones registrarían caídas en torno a 19,2% y 11,8%, respectivamente.

#### Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-10,4</b>	<b>-14,3</b>	<b>-1,5</b>
Agricultura	-16,5	-21,5	-1,5
Ganadería	6,0	-1,5	0,0
Forestal, Pesca y Minería	6,6	7,6	0,1
<b>Sector Secundario</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>
Manufactura	6,6	0,4	0,1
Construcción	12,8	4,0	0,3
Electricidad y Agua	-8,6	-0,7	0,0
<b>Sector Terciario</b>	<b>6,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>
Gobierno General	-2,9	1,0	0,1
Comercio	15,2	-6,3	-0,7
Otros Servicios <sup>1</sup>	7,3	5,8	1,7
Impuestos	9,0	3,3	0,2
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,4	2,0	

(f) Proyección, (i) Incidencia

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
<b>PIB</b>	<b>4,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>10,1</b>	<b>2,4</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>26,2</b>	<b>5,5</b>
Formación bruta de capital fijo	18,5	3,6
<b>Consumo total</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>
Consumo privado	5,9	2,6
Consumo público	5,3	-4,8
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>2,2</b>	<b>-19,2</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>21,4</b>	<b>-11,8</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,6	-3,9
FBKF (% del PIB nominal)	23,0	23,1

(f) Proyección

La proyección de inflación para el 2022 se ajustó de 4,5% a 8,2%, mientras que, para el 2023 el pronóstico es de 4,2%. En el primer trimestre del presente año, los precios continuaron siendo afectados por choques de oferta, principalmente

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

concentrados en los bienes de alimentación y combustibles. Esta situación, ya presente en los últimos trimestres del año anterior, fue exacerbada por los conflictos geopolíticos y la mayor incertidumbre global observada durante el último trimestre, elevando el punto de partida para los pronósticos tanto de corto como de mediano plazo y resultando en una mayor tasa de inflación interanual que la proyectada anteriormente. Por otro lado, el deterioro de las perspectivas económicas -brecha del producto negativa- contribuiría a moderar las presiones inflacionarias derivadas del ámbito externo. Al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación permanecería en niveles elevados durante el segundo trimestre del 2022. A partir del tercer trimestre, se prevé una moderación de la inflación finalizando el 2022 con una tasa de 8,2% y 4,2% en el 2023, para converger a la meta durante el primer trimestre del 2024.

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

	2021	2022(f)	2023(f)	2024(f)
Inflación IPC diciembre (*)	6,8	8,2	4,2	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	6,9	8,2	4,1	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección

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

(\*\*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2024.

Fuente: Banco Central del Paraguay

### Escenarios de riesgos

**En el plano internacional, una prolongación de la guerra entre Rusia y Ucrania podría provocar un mayor deterioro de las perspectivas económicas mundiales, así como también presiones inflacionarias globales más duraderas.** Por el lado de la actividad económica, en principio los países más afectados serían aquellos con mayores vínculos comerciales con Rusia. Para el caso de Paraguay, podría verificarse un mayor deterioro, con relación a lo anticipado, de las exportaciones de carne en caso de no lograr redestinarlas a otros mercados. Por el lado de la inflación, considerando la importancia de Rusia en la producción de elementos esenciales para la producción de fertilizantes, es especialmente relevante un riesgo de escasez de fertilizantes a nivel mundial que se derive en menores rendimientos para la agricultura, elevando a su vez los precios internacionales de materias primas alimenticias. Además, los precios de *commodities* energéticos han oscilado bastante en torno a la evolución del conflicto y podrían exhibir incrementos adicionales en un escenario donde se verifique una escalada de la guerra. En este contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos podría intensificar los ajustes en sus tasas referenciales, generando un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

**Con relación a la pandemia de COVID-19, si bien las curvas de contagios de COVID-19 se han contenido a nivel mundial, persisten algunos riesgos derivados de la misma.** En particular, una mayor expansión del virus en China podría deteriorar las perspectivas económicas mundiales. Ello, se daría a consecuencia de la política de tolerancia cero a la COVID-19, que ha implicado medidas restrictivas a la movilidad de personas en China y cierres temporales de puertos importantes a nivel mundial que podrían afectar nuevamente las cadenas globales de suministros.

**En cuanto a los principales socios comerciales del país, permanecen latentes algunos riesgos derivados del panorama fiscal.** En Brasil, si bien los resultados del fisco han venido mejores a los inicialmente estimados, nuevos incrementos del gasto público en un año de elecciones presidenciales podrían afectar a las expectativas de inflación o al riesgo país. En Argentina, la percepción de riesgo país podría verse deteriorada si no es posible modificar el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, con metas más factibles en el escenario actual de mayores presiones inflacionarias globales.



**En el plano local, uno de los riesgos para la actividad económica y para la inflación guarda relación con la evolución del clima.** Luego de la severa sequía registrada entre mediados de diciembre 2021 y febrero de 2022, el clima ha mejorado en las últimas semanas, favoreciendo a los cultivos, particularmente al maíz. Sin embargo, el riesgo latente tiene que ver con las heladas, que de igual manera pueden afectar la producción, lo cual implicaría una corrección mayor en el pronóstico de crecimiento de la actividad, particularmente en el sector agrícola. Asimismo, las temperaturas muy bajas pueden afectar a la oferta de los rubros frutihortícolas, incrementando la inflación de alimentos.