



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2022



Salto Cristal
Borja - Departamento de Guairá

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	10
I. Entorno Internacional y Regional	12
II. Mercados Financieros	22
III. Escenario Doméstico	29
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	42
Recuadro I	46
Implicancias globales de la guerra entre Rusia y Ucrania	
Recuadro II	51
Efectos de la sequía y de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre las exportaciones y la inflación	
Glosario	55

(*) El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron realizados con cifras disponibles al 20 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 para 2022 se han deteriorado con respecto a las verificadas en el IPoM de marzo y la inflación ha seguido acelerándose. La prolongación de la guerra entre Rusia y Ucrania, la aceleración del proceso de normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas y los confinamientos para detener la expansión de contagios de COVID-19 en China son factores que han afectado el panorama económico global. Desde el informe anterior, los precios de las materias primas energéticas y alimenticias se han mantenido elevados, ejerciendo presión sobre la inflación mundial. En la región, las perspectivas económicas para los socios comerciales han mejorado con relación al IPoM de marzo, principalmente debido a una revisión al alza en el pronóstico de crecimiento de la economía brasileña. Por su parte, la inflación ha seguido repuntando, contexto en el cual, las autoridades monetarias han continuado incrementando las tasas de interés de referencia.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha acelerado el retiro de estímulos monetarios debido a presiones inflacionarias más persistentes a lo previsto. Desde el informe anterior, la inflación se elevó, ubicándose en 9,1% interanual en junio. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) ha continuado incrementando el rango referencial de tasas de fondos federales ubicándolo en 2,25% - 2,50% a julio (0,25%-0,50% en el IPoM de marzo). En cuanto a la actividad económica, en el primer trimestre de 2022, el PIB registró una tasa trimestral anualizada del -1,6%, inferior a la tasa de 6,9% constatada en el trimestre previo, principalmente debido a una desaceleración en el consumo y en la inversión privada. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector redujo su ritmo de expansión en junio respecto al observado en marzo, registrando un nivel de 52,7. En este escenario, las perspectivas de crecimiento fueron revisadas a la baja, de 3,3% a 2,5% para 2022.

En la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) ha iniciado el ciclo de alzas de tasas de interés, ante el continuo repunte de la inflación. Las tasas de inflación del segundo trimestre fueron superiores a las del primer trimestre del año, ubicándose en 8,6% interanual en junio. En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) inició su ajuste en los tres tipos de interés oficiales en su reunión de julio con un aumento de 50 puntos básicos, una magnitud de ajuste mayor a la anticipada. Con relación a la actividad económica, en el primer trimestre de 2022, se verificó un incremento del 0,6% en el PIB respecto al trimestre anterior, impulsado principalmente por contribuciones positivas de las exportaciones netas y los inventarios. Por otro lado, el PMI manufacturero exhibió una desaceleración del ritmo de expansión en el segundo trimestre, en comparación con los niveles verificados en el primer trimestre, situándose en un nivel de 52,1 en junio. En cuanto a las perspectivas de crecimiento para 2022, las mismas se redujeron de 3,0% anual a 2,7%, ante la continuidad del conflicto bélico en el continente europeo.

En China, las medidas para contener la expansión de la COVID-19 han lastrado la actividad económica reciente, impactando negativamente en las perspectivas de crecimiento económico para el 2022. El PIB del segundo trimestre se redujo 3,6% respecto al trimestre anterior, en línea con los confinamientos impulsados por el gobierno para contener los contagios de COVID-19. El efecto de estas medidas también se vio reflejado en una desaceleración del PMI del sector manufacturero en abril y mayo, aunque el mismo exhibió un repunte en junio, mes en el que se levantaron las cuarentenas impuestas en ciudades principales del país, alcanzando un nivel de 51,7. Así, los pronósticos de crecimiento para el año 2022 pasaron de 5,0% anual a 4,1%.

En Brasil, las perspectivas de crecimiento se han ajustado al alza y se han verificado nuevos ajustes en la tasa de política monetaria. En el primer trimestre de 2022, el PIB creció 1,0% respecto al trimestre anterior, explicado principalmente por incidencias positivas del consumo, la demanda externa y el gasto público. En el segundo trimestre de 2022, el PMI manufacturero mostró una aceleración respecto al nivel de marzo, ubicándose en 54,1 en junio. En lo referente al nivel de precios, la inflación permaneció elevada, alcanzando una tasa de 11,9% interanual en junio. El Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil elevó la tasa SELIC en 150 pb. desde marzo de 2022 (en dos reuniones), situándola en

13,25% anual en junio. En este contexto, respecto al IPoM de marzo, las proyecciones de crecimiento para la economía brasileña se revisaron al alza, de 0,5% a 1,2% para 2022.

En Argentina la inflación ha seguido acelerándose, no obstante, la actividad económica ha mostrado un buen desempeño reciente. Los datos del PIB del primer trimestre del 2022 arrojaron un crecimiento del 0,9% respecto al trimestre anterior. Conforme a los datos disponibles para el 2022, la actividad económica continuó con un dinamismo importante, registrando una expansión del 7,4% interanual en mayo. Por su parte, en el mismo mes, el indicador de producción industrial exhibió un crecimiento del 11,9% interanual. Con relación al nivel de precios, se observó una aceleración de la inflación interanual, ubicándose en 64,0% en junio (55,1% en marzo). El Banco Central de la República Argentina (BCRA) elevó la tasa mínima de las LELIQ desde abril a junio en 500 pb. hasta situarla en 52%.

Coyuntura doméstica y política monetaria

En el primer trimestre, el PIB se contrajo 2% interanual, mientras que, el PIB sin agricultura y binacionales creció 4,3%. Por el lado de la oferta, la caída interanual del producto se explicó por las incidencias negativas de agricultura (-4,4 p.p.), electricidad y agua (-0,8 p.p.) y ganadería (-0,3 p.p.). Por su parte, los servicios (1,8 p.p.), las manufacturas (0,8 p.p.) y las construcciones (0,7 p.p.) registraron una incidencia positiva. Por el lado del gasto, se destacaron las contribuciones positivas de la inversión (3,8 p.p.), del consumo privado (1,9 p.p.) y del consumo de gobierno (0,4 p.p.), en tanto que, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa importante (-8,1 p.p.). Entre abril y mayo, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) registró una variación interanual promedio de -5,4%, mientras que el IMAEP sin agro y binacionales registró una tasa interanual promedio -1,6%. Al cierre de mayo, la actividad económica agregada acumuló una contracción de -3,8%, aunque considerando el IMAEP sin agricultura y binacionales, la tasa de variación acumulada fue de 2,5%.

Desde el último IPoM, la inflación ha seguido siendo impulsada por incrementos en los precios de los alimentos y de los combustibles, afectados principalmente por la suba de precios de los *commodities*. Así también, se han seguido observando algunos efectos de segunda ronda sobre los precios de los servicios. En el segundo trimestre, la inflación interanual promedio fue 11,6% (9,1% en el primer trimestre), explicada por alimentos (5 p.p.), energía (3,3 p.p.), servicios (1,8 p.p.) y otros bienes (1,5 p.p.). El IPCSAE registró una variación interanual promedio de 5,2% en el segundo trimestre, por encima del 4,1% del trimestre previo. Por su parte, la inflación subyacente X1 (excluye precios de frutas y verduras, combustibles y servicios tarifados) promedió una tasa interanual de 8,2%, por encima del 6,7% del trimestre anterior. La inflación núcleo verificó una tasa interanual promedio de 6,9% entre abril y junio, por encima del 5,6% observado en el periodo enero-marzo del 2022.

Desde el último IPoM, el Comité de Política Monetaria (CPM) ha seguido con el ciclo de alzas de la tasa referencial. Con respecto al ámbito internacional, el Comité destacó el aumento de los precios de los *commodities* en las reuniones de mayo y junio, no obstante, en la última reunión, se observó una moderación de dichos precios, explicada por las mayores probabilidades de una desaceleración de la economía global. Asimismo, el CPM resaltó el rápido proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal y sus efectos en los mercados financieros internacionales. Con relación a la región, se señaló que, en la mayoría de los países con metas de inflación, se observó un aumento de la inflación interanual y de las expectativas, contexto en el cual, las autoridades monetarias han seguido incrementando las tasas de política monetaria. En el plano local, el CPM enfatizó que, el IMAEP se contrajo en los últimos meses, debido principalmente al magro resultado de la agricultura y, en menor medida, al desempeño de la industria manufacturera, los servicios y las construcciones. En cuanto a la inflación, se destacó nuevamente el aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles, afectados por los elevados precios de *commodities* que han seguido presionados por la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania. Las expectativas privadas de inflación para el horizonte de política monetaria aumentaron entre los meses de marzo a mayo alcanzando 4,8%, contexto en el cual, el CPM ajustó la tasa referencial en 50 p.b. en las reuniones de mayo y junio. Sin embargo, a partir de junio se observó una reducción y estabilización de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria en 4,5%, que, sumado a la disminución de los precios de los *commodities* y de sus proyecciones, generó el espacio para desacelerar el ritmo de ajuste de la TPM a 25 p.b. en la reunión de julio. Así, la TPM aumentó en 125 p.b. entre mayo y julio, ubicándose actualmente en 8,0% anual.

Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB de 2022 se mantuvo en 0,2%, aunque hubo una recomposición sectorial y por componentes del gasto. La fuerte sequía que se materializó entre finales del 2021 e inicios del 2022 produjo cuantiosas pérdidas en la cosecha de la soja y otros productos agrícolas. Sin embargo, a partir de finales del primer trimestre, las condiciones climáticas mejoraron significativamente, favoreciendo a los cultivos de la soja entrefraza (zafría) y maíz, lo cual permitió amortiguar, en parte, las importantes pérdidas de los productores. Así, el pronóstico de variación para la agricultura fue revisado de -21,5% a -13%. Por su parte, la ganadería se corrigió a la baja, de -1,5% a -2,5%, debido, a las previsiones de un menor ritmo de faenamiento durante el segundo semestre, atendiendo a la reducción del hato ganadero. En el sector secundario, se ajustaron a la baja los pronósticos de manufactura y construcción, en tanto que, se revisó al alza la proyección para electricidad y agua. Se prevé asimismo un menor ritmo de expansión del sector terciario, explicado por una caída en gobierno general y una desaceleración en otros servicios. En contrapartida, para el comercio se prevé una menor contracción con respecto a la cifra del informe anterior. Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión permanecen con las mismas tasas de crecimiento proyectadas en abril, 2,6% y 3,6%, respectivamente. Por su parte, el consumo público tendría un crecimiento negativo en torno al -5,5%, en línea con el plan de convergencia fiscal del Ministerio de Hacienda. Las perspectivas de las exportaciones e importaciones han mejorado, previéndose menores caídas con respecto a abril.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
Sector Primario	-11,6	-9,0	-0,9
Agricultura	-18,1	-13,0	-0,9
Ganadería	6,0	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	6,7	4,1	0,0
Sector Secundario	4,7	1,2	0,4
Manufactura	6,7	-0,1	0,0
Construcción	12,8	3,5	0,3
Electricidad y Agua	-8,6	2,8	0,2
Sector Terciario	6,9	1,4	0,7
Gobierno General	-2,9	-0,5	0,0
Comercio	15,3	-2,5	-0,3
Otros Servicios*	7,3	3,5	1,0
Impuestos	9,0	0,2	0,0
PIB a precios de mercado	4,1	0,2	0,2
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	1,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
PIB	4,1	0,2
Demanda Interna	10,0	3,5
Formación bruta de capital	26,3	10,8
Formación bruta de capital fijo	18,6	3,6
Consumo total	5,6	1,2
Consumo privado	5,7	2,6
Consumo público	5,3	-5,5
Exportaciones de bienes y servicios	2,2	-14,0
Importaciones de bienes y servicios	21,4	-3,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,3	-5,0
FBKF (% del PIB nominal)	22,7	23,9

(f) Proyección

La proyección de inflación para el 2022 se ajustó al alza, de 8,2% a 8,8%, mientras que, para el 2023 el pronóstico se revisó a la baja, de 4,2% a 4,1%. Como estaba previsto, la inflación total y sus medidas de tendencia continuaron aumentando durante el segundo trimestre. Sin embargo, las magnitudes de estos aumentos fueron superiores a lo esperado debido a las persistentes presiones externas sobre los precios de los *commodities* observadas hasta finales del trimestre. Esto elevó el punto de partida para las proyecciones, resultando en una mayor tasa de inflación interanual que la proyectada en el IPoM de marzo. Por otro lado, las menores presiones sobre los precios externos recientemente observadas, así como el moderado dinamismo de la actividad económica local -brecha de producto negativa- contribuirían a contener las presiones sobre la

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

inflación doméstica en el mediano plazo. De esta manera, a partir del tercer trimestre del año, se continúa previendo una moderación de la inflación hasta finalizar el 2022 con una tasa de 8,8% y con una tasa de 4,1% en el 2023, para posteriormente 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	8,8	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	6,9	8,6	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 segundo trimestre de 2024.

Fuente: Banco Central del Paraguay

Escenarios de riesgos

En el plano internacional, una nueva escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania, unas condiciones financieras más estrictas y las mayores probabilidades de una recesión en las principales economías avanzadas, son algunos de los principales factores de riesgo. La intensificación del conflicto bélico es un riesgo que podría significar presiones adicionales al alza para la inflación mundial a través de mayores precios de materias primas, incluyendo al petróleo, trigo y maíz. Por su parte, la extensión de tensiones geopolíticas afectaría el suministro de gas desde Rusia a Europa, impactando en la inflación y en las perspectivas económicas del continente europeo. Así también, la persistente inflación en Estados Unidos y en la Eurozona ha implicado una aceleración en el proceso de normalización de la política monetaria. Esto supone unas condiciones de financiamiento más estrictas para las economías emergentes, lo cual podría exacerbarse por el repunte en las primas de riesgo en el caso de países con altos niveles de endeudamiento y con una elevada proporción de la deuda denominada en moneda extranjera. Adicionalmente, la situación sanitaria a nivel global sigue representando algún riesgo. Se han observado incrementos recientes en diversas regiones ante nuevas sub variantes de la Ómicron y, de darse esta situación en China, nuevamente supondría confinamientos estrictos que frenen su actividad económica. En este contexto de inflación elevada y retiro acelerado de los estímulos (monetarios y fiscales), se han elevado las probabilidades de una desaceleración económica e incluso de una recesión en las principales economías mundiales. Este escenario, a diferencia de la escalada de la guerra, podría contribuir a contener o reducir los precios de los *commodities*.

En cuanto a los principales socios comerciales del país, siguen latentes los riesgos derivados del panorama fiscal. En Brasil, la aprobación de la suspensión del techo de gastos hasta fines de 2022 podría deteriorar las perspectivas fiscales, influyendo negativamente en el riesgo soberano y en el real brasileño. En Argentina, hubo un aumento importante en el gasto público, lo cual ha exacerbado la percepción de riesgo del país y el mercado ve como menos probable el cumplimiento de las metas pactadas con el Fondo Monetario Internacional.

En el ámbito local, los riesgos para la actividad económica, especialmente agrícola, se derivan principalmente de la evolución del clima y de la disponibilidad adecuada de fertilizantes. El clima ha evolucionado favorablemente en los últimos meses, lo cual benefició a los cultivos de soja (zafríña) y maíz. Además, existen buenas perspectivas para la producción de trigo. Sin embargo, en lo concerniente a la próxima campaña sojera 2022/2023, existen probabilidades de que se registre nuevamente una sequía (“la niña”). Por otro lado, conforme a los datos de comercio exterior, las importaciones de fertilizantes (en volumen) en meses recientes se situaron por debajo de los promedios históricos y, en ese sentido, esta situación, de no regularizarse, podría influir negativamente en el rendimiento de la producción de soja.

Decisiones de Política Monetaria

Reunión de mayo

En la reunión del mes de mayo, el CPM resaltaba que, en el plano internacional, la curva de contagios a nivel mundial se había moderado, incluyendo a China. No obstante, se registraba un leve aumento de infecciones diarias en algunas regiones. Por su parte, la prolongación del conflicto bélico ruso-ucraniano continuaba ejerciendo presiones al alza sobre los precios internacionales de los *commodities*, en especial las cotizaciones del trigo y el petróleo. En este escenario, los indicadores mundiales de producción se habían deteriorado. En los mercados financieros internacionales, los rendimientos de los bonos de las principales economías avanzadas se habían incrementado posterior a la suba del rango de tasas de interés de la Reserva Federal, contexto en el cual el dólar se fortalecía respecto al euro, al yen y al yuan.

En el ámbito regional, las curvas de contagios continuaban moderadas. En cuanto a la actividad económica, se observaban tasas interanuales positivas en los indicadores de corto plazo. Asimismo, la inflación se había acelerado, al tiempo que las expectativas volvían a aumentar. En este escenario, las autoridades monetarias continuaban con el ciclo de alzas de las tasas de política monetaria.

En el plano doméstico, el indicador de actividad económica había registrado una contracción interanual de 4,1% en marzo, explicada por la retracción en agricultura y ganadería, y, en menor medida, de la industria manufacturera. En contrapartida, los sectores de servicios, construcción y electricidad y agua habían verificado tasas interanuales positivas. La inflación mensual se había situado en 1,5% en abril (11,8% interanual), debido a la suba de los precios de los alimentos y de los combustibles. El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania seguía ejerciendo presiones sobre los precios de los *commodities* energéticos y alimenticios. En este contexto, las expectativas de inflación de los agentes económicos para el mediano plazo volvían a aumentar en el margen. El Comité recalca que la inflación permanecería en niveles elevados durante el segundo trimestre del año, para luego converger al rango meta a partir del tercer trimestre.

En este contexto, el Comité de Política Monetaria (CPM) había decidido por unanimidad, incrementar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, de 6,75% a 7,25% anual.

Reunión de junio

En junio se señalaba que, en el escenario internacional, los contagios de COVID-19 se mantenían en niveles moderados. Con relación a la evolución de la economía global, se observaba una leve aceleración del ritmo de expansión del indicador global de producción por los resultados más favorables en el sector manufacturero. En cuanto a los precios de *commodities*, se destacaba la revisión al alza en las proyecciones de la soja y del petróleo. En los mercados financieros internacionales, se había registrado un aumento en el rendimiento de los bonos de las principales economías avanzadas, luego de la suba del rango de tasas de interés de referencia de la Fed en 75 puntos básicos en su reunión de julio. En este contexto, se había observado un fortalecimiento del dólar frente a las monedas de economías avanzadas y emergentes.

Por su parte, en el contexto regional se registraba un incremento en los contagios de COVID en algunos países. En cuanto a la actividad económica, se había observado un buen desempeño interanual en abril. Con relación a los precios, la inflación y las expectativas se mantenían elevadas, escenario en el cual, las autoridades monetarias seguían con el ciclo de alzas de la tasa de política monetaria.

En el ámbito local, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) había registrado una variación interanual de -6,2% en abril, explicada principalmente por el magro resultado de la agricultura y, en menor medida, por la contracción en manufactura, construcción y servicios. No obstante, ganadería y electricidad y agua habían verificado tasas positivas. Al cierre de abril, el IMAEP había acumulado una tasa de variación de -3,6%, mientras que, el IMAEP sin agricultura y binacionales había crecido 3,5%.

En lo concerniente a los precios, la tasa de inflación se había situado en 0,2% mensual en mayo (11,4% interanual), menor a la tasa del mes anterior (1,5%), que se explicaba fundamentalmente por la menor inflación de alimentos y de los combustibles. También se resaltaba que la inflación interanual seguía siendo dominada por alimentos y energía, que habían sido afectados esencialmente por factores externos. Por otra parte, la mediana de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria se había reducido de 4,8% a 4,5% en la encuesta de junio.

En este contexto, el CPM había decidido por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, ubicándola en 7,75% anual.

Reunión de julio

En su reunión de julio, el CPM destacaba que, en el contexto internacional, las perspectivas de crecimiento mundial habían deteriorado. Los pronósticos de precios de *commodities*, como la soja, el trigo, el maíz y el petróleo también habían sido revisados a la baja, ante el menor ritmo de crecimiento previsto para la economía global. En lo referente a la inflación a nivel global, las tasas interanuales seguían aumentando tanto en economías avanzadas como emergentes, muy por encima del rango meta de la mayoría de los países. En Estados Unidos, la inflación se había situado por encima de lo previsto y se esperaba un nuevo ajuste en el rango de tasas de la Fed en su reunión de julio. En el mismo sentido, el Banco Central Europeo, en su reunión de julio, había decidido elevar sus tres tipos de interés oficiales en 50 p.b., por encima de lo anticipado.

En el ámbito regional, los indicadores de actividad económica de corto plazo de mayo mostraban tasas interanuales positivas. Respecto al nivel de precios, en general las economías de la región seguían registrando una aceleración en sus tasas de inflación interanual, mientras que las expectativas continuaban aumentando en la mayoría de los países con metas de inflación. En este escenario, los bancos centrales habían seguido con el ciclo de ajustes al alza de sus tasas de política monetaria.

En el plano local, el indicador de la actividad se había contraído en términos interanuales, debido a la significativa caída de la producción agrícola y, en menor medida, al desempeño de la manufactura, la construcción y los servicios. En contrapartida, la ganadería y el sector de electricidad y agua habían mostrado una expansión interanual. Por su parte, el indicador de ventas también había presentado una disminución interanual por las menores ventas de supermercados, materiales de construcción y servicios de telefonía móvil. Por otra parte, se destacaba los incrementos en las ventas de prendas de vestir y productos químico-farmacéuticos.

Respecto al nivel de precios, la inflación de julio se había explicado por combustibles, servicios y otros bienes (distintos de alimentos). El Comité destacaba que los menores precios internacionales de *commodities* alimenticios y del petróleo podría contribuir a contener las presiones sobre los precios locales. No obstante, la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania seguía representando un factor de riesgo al alza para los precios de las materias primas. Las expectativas se mantenían para el mediano plazo, en tanto que, para el corto plazo seguían aumentando.

En este contexto, el CPM había decidido por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, ubicándola en 8,0% anual.

I. Entorno Internacional y Regional

Las condiciones del entorno internacional se deterioraron en los últimos meses. Ello se reflejó en una revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento económico mundial (tabla I.1), explicada principalmente por la prolongación del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y el alza de tasas en Estados Unidos, lo cual provocó menores tasas de crecimiento para algunas de las principales economías mundiales, especialmente de Estados Unidos y en la Eurozona. Adicionalmente, las medidas restrictivas aplicadas en diversas provincias de China para contener la expansión de la COVID-19, representó un freno a la actividad económica y una consecuente revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento para el año corriente.

Tabla I.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Mundo	5,9	3,5	3,4	6,1	3,2	3,2
EE.UU.	5,7	3,3	2,2	5,7	2,5	1,9
Eurozona	5,3	3,0	2,5	5,4	2,7	1,4
China	8,1	5,0	5,2	8,1	4,1	5,2
Brasil	4,8	0,5	1,6	4,8	1,2	1,1
Argentina	10,3	2,7	2,0	10,4	2,8	1,7
Socios comerciales	7,7	1,4	1,9	7,7	1,5	1,5
Socios Mercosur	7,6	1,8	1,9	7,7	2,1	1,5

Fuente: Bloomberg

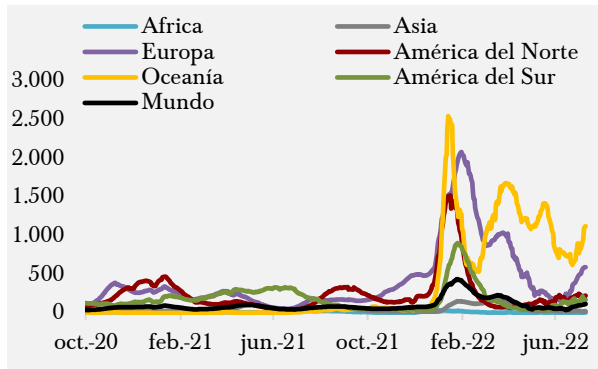
Las presiones inflacionarias globales continuaron en el segundo trimestre de 2022. Los precios de *commodities* energéticos y agrícolas se mantuvieron elevados, dada la persistencia del conflicto entre Rusia y Ucrania y la incertidumbre con respecto a su final. Ante este escenario, las expectativas de inflación continúan elevadas, generando mayores incentivos para el retiro más acelerado de estímulos monetarios por parte de las autoridades monetarias.

Respecto a la evolución de la pandemia de COVID-19 a nivel mundial, se registraron nuevas olas de casos entre abril y junio, principalmente en Europa y Oceanía, impulsadas por las sub variantes de la Ómicron, BA.4 y BA.5 (gráfico I.1). En general, esta nueva ola de contagios no condujo a la implementación de nuevas medidas restrictivas. Por otro lado, China fue registrando en este trimestre un descenso notable en los contagios y el levantamiento de las medidas estrictas de contención que había aplicado el trimestre anterior.

Gráfico I.1

Número de nuevos casos de COVID-19 por millón de habitantes

Media móvil de 7 días de nuevos casos



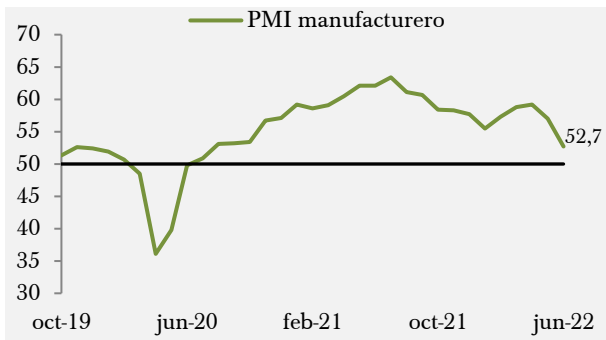
Fuente: OWID

Actividad económica

Respecto al último IPoM, el PIB de Estados Unidos mostró un menor dinamismo. En el primer trimestre de 2022, la economía estadounidense registró una expansión del 3,5% en términos interanuales, mientras que la tasa trimestral anualizada fue de -1,6%. Esta tasa anualizada fue significativamente menor a la estimada para el trimestre anterior (6,9%), lo cual está explicado por una aceleración de las importaciones, una desaceleración en el gasto del consumidor y una contracción de la inversión privada en inventario, que no pudieron ser compensadas por el crecimiento sólido de la inversión fija y la moderada aceleración de la inversión residencial. En el segundo trimestre de 2022, los datos del sector manufacturero mostraron una desaceleración en el ritmo de expansión del PMI manufacturero (publicado por S&P Global) en comparación a lo observado en el primer trimestre, alcanzando un nivel de 52,7 a junio (gráfico I.2). El menor ritmo de expansión del sector está explicado tanto por las presiones inflacionarias, las preocupaciones de los clientes y de las empresas con respecto a las perspectivas para el año, como por las interrupciones en las cadenas globales de suministros. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, se prevé que el PIB de Estados Unidos se incremente en 2,5% anual en 2022 (tabla I.1).

Gráfico I.2

Actividad económica de EEUU



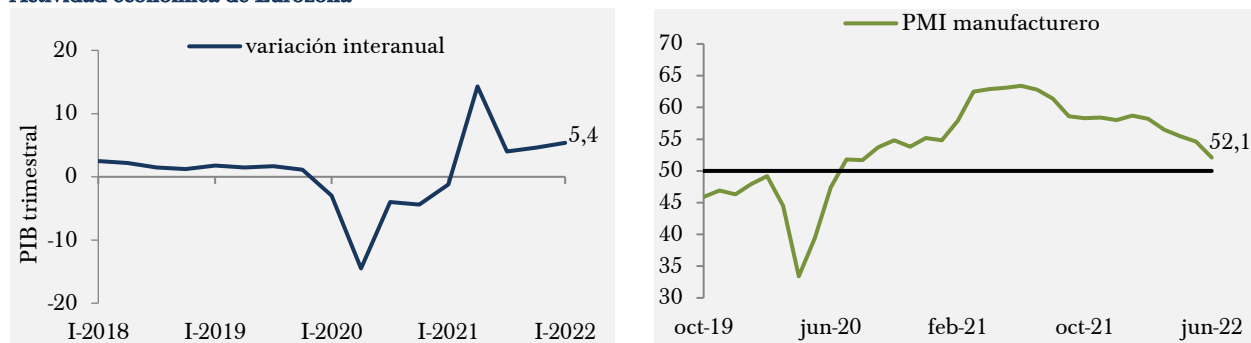
Fuente: Bloomberg, S&P Global

En el primer trimestre de 2022, el PIB de la Eurozona registró un crecimiento de 5,4% interanual y una tasa de variación del 0,6% con relación al trimestre anterior (gráfico I.3). El resultado trimestral fue impulsado por las

contribuciones positivas de las exportaciones netas, los inventarios y en menor medida por la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, estos incrementos fueron atenuados por reducciones en el gasto para consumo final de los hogares y en el gasto final del gobierno. En el segundo trimestre de 2022, el PMI del sector manufacturero se mantuvo en zona de expansión, aunque continuó exhibiendo un menor ritmo de crecimiento respecto a las cifras del trimestre anterior, situándose en un nivel de 52,1 en junio. Esta moderación se debe a la intensificación de las tensiones geopolíticas que afectaron a la demanda y a la confianza empresarial, además de la caída de los niveles de producción debido a la disminución de los nuevos pedidos y de las exportaciones. En este contexto, los pronósticos de crecimiento para la Eurozona apuntan a una tasa anual del 2,7% para 2022.

Gráfico I.3

Actividad económica de Eurozona

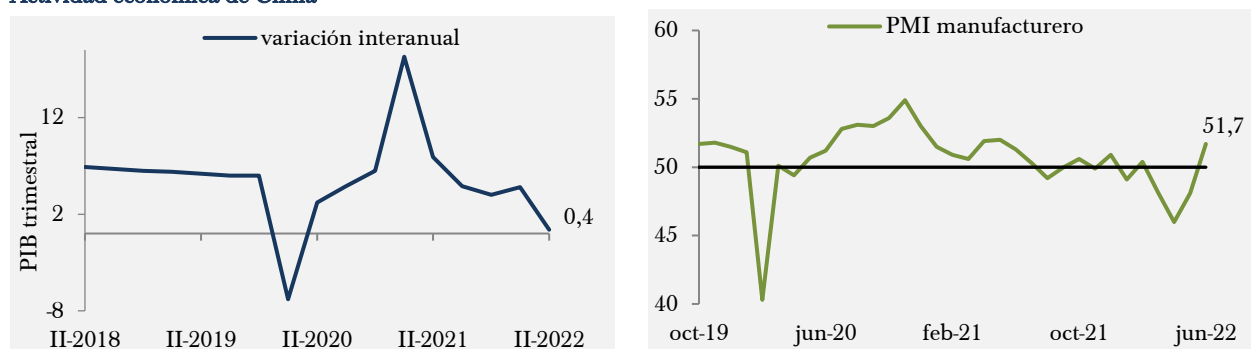


Fuente: Bloomberg

En China, el crecimiento del PIB del segundo trimestre de 2022 registró una tasa interanual de 0,4%, inferior a la constatada en el primer trimestre del 2022 (gráfico I.4). La tasa de variación con relación al trimestre anterior fue de -3,6%, impulsada principalmente por las medidas de confinamiento por Covid-19 y las dificultades experimentadas por el sector inmobiliario. En cuanto al sector manufacturero, el índice PMI se ubicó en zona de expansión en junio, con un nivel de 51,7. La mejora de las condiciones del sector se ha visto especialmente influenciada por el levantamiento, a inicios del mes de junio, de las restricciones impuestas para contener la última ola de COVID-19 que afectó al sector. A su vez, se registraron incrementos pronunciados en la producción, y tanto los nuevos pedidos como las ventas en el extranjero se expandieron. En este escenario, la previsión de crecimiento de la economía china para 2022 es de 4,1% anual.

Gráfico I.4

Actividad económica de China

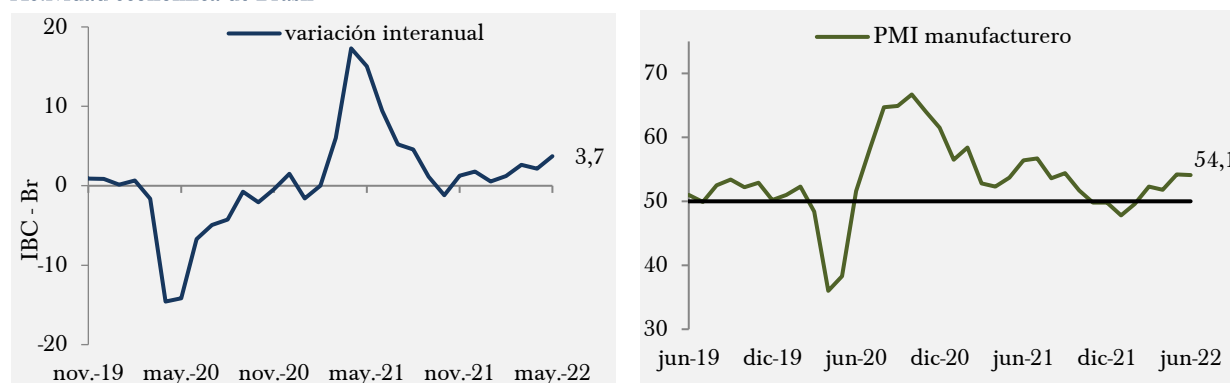


Fuente: Bloomberg

En Brasil, el PIB exhibió un incremento del 1,7% interanual en el primer trimestre de 2022. Respecto al trimestre anterior, se observó un incremento del 1,0% ante las incidencias positivas del consumo, la demanda externa y el gasto público, que fueron atenuadas, en parte, por el resultado negativo de la formación bruta de capital fijo. En mayo de 2022, el Índice de Actividad Económica del Banco Central de Brasil (IBC-Br) registró una variación interanual de 3,7% (gráfico I.5). En cuanto al sector manufacturero, el PMI se ubicó en zona expansiva en el mes de junio, arrojando un valor de 54,1. El buen desempeño del sector manufacturero se encuentra explicado por el aumento de la demanda en el mercado interno, la producción, el empleo y la compra de insumos por parte de las empresas. Con estos datos, la perspectiva de crecimiento económico de Brasil para 2022 es de 1,2% anual.

Gráfico I.5

Actividad económica de Brasil

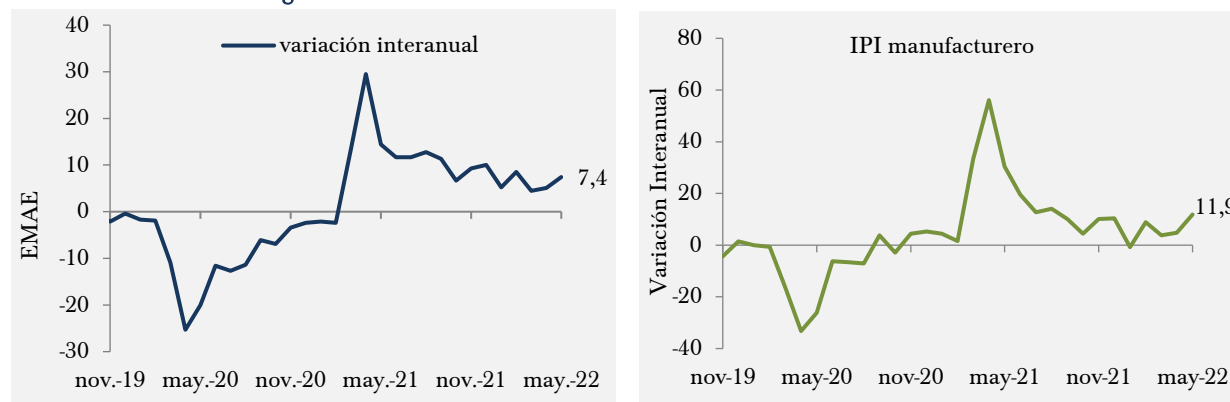


Fuente: Bloomberg

En Argentina, los datos del PIB del primer trimestre del 2022 mostraron una expansión del producto del 6,0% interanual y, en términos desestacionalizados creció 0,9% respecto al trimestre previo. Por el lado de la demanda, casi todos los componentes mostraron aumentos frente al cuarto trimestre de 2021, excepto las exportaciones. En mayo, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de Argentina verificó una expansión del 7,4% interanual (gráfico I.6) con la mayor incidencia de la industria manufacturera. Por su parte, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero), mostró una variación positiva del 11,9% interanual para mayo, influenciada por incrementos observados en alimentos y bebidas, prendas de vestir, cuero y calzado, productos minerales no metálicos y vehículos automotores. En este contexto, para la economía argentina se espera una tasa de variación del PIB del 2,8% para el 2022 (tabla I.1).

Gráfico I.6

Actividad económica de Argentina



Fuente: Bloomberg

Inflación y Política Monetaria

Las presiones inflacionarias derivadas de la persistencia del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y las mayores restricciones comerciales ante las sanciones económicas aplicadas a Rusia, se suman a un escenario de precios elevados impulsados por las interrupciones de la producción ocasionadas por la pandemia.

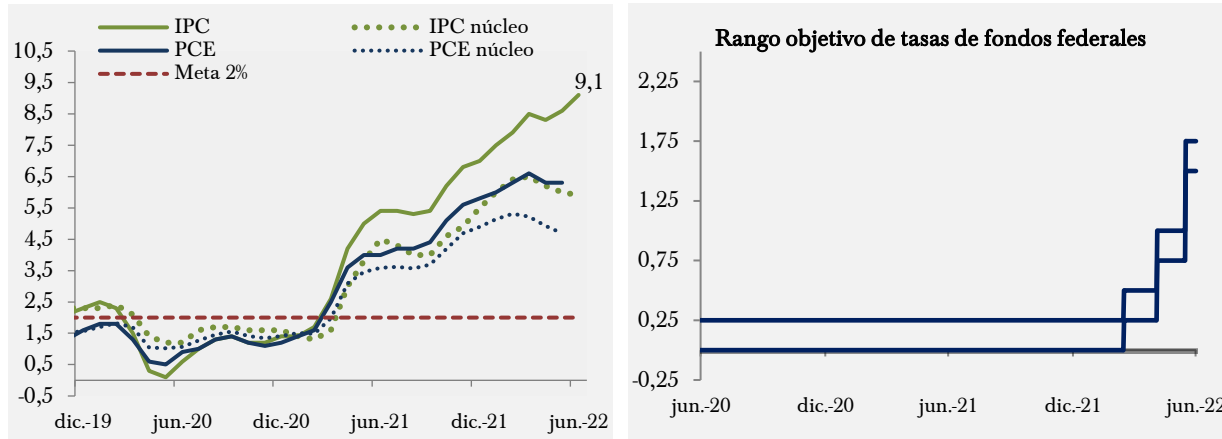
En EE.UU., durante el segundo trimestre del año 2022 se han verificado tasas de inflación más elevadas que las registradas en el trimestre anterior (gráfico I.7). En junio, el nivel general de precios, medido por el IPC, presentó una variación del 9,1% interanual. Este resultado se explica por incrementos en todas las categorías, dentro de las que destacan las subas de combustibles, alimentos, vehículos nuevos y usados, transporte y vivienda. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 5,9% interanual. La inflación medida por el índice de precios de gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó 6,3% interanual en mayo y la inflación núcleo del PCE fue 4,7%.

Respecto a las decisiones de política monetaria, desde el IPoM de marzo, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ha aumentado en 200 puntos básicos (p.b.) el rango objetivo de la tasa de fondos federales a 2,25% - 2,50% (gráfico I.7), siendo el último incremento de 75 p.b. en su reunión de julio. Con respecto a los niveles de inflación verificados en los últimos meses, el Comité recalcó que, si bien los elementos que impulsan las subas de precios se han encontrado relacionados a las interrupciones ocasionadas por la pandemia de COVID-19 y por la invasión de Rusia a Ucrania, estos incrementos de precios continúan extendiéndose a un rango más amplio de bienes y servicios. Como resultado, la inflación se ubica por encima de la meta del 2% y es probable que permanezca de esta manera durante gran parte del 2023. A su vez, la Reserva Federal ya dio inicio al proceso de reducción de sus hojas de balance.

Gráfico I.7

Inflación y Tasa de Política Monetaria en EE.UU.

Variación interanual, porcentaje



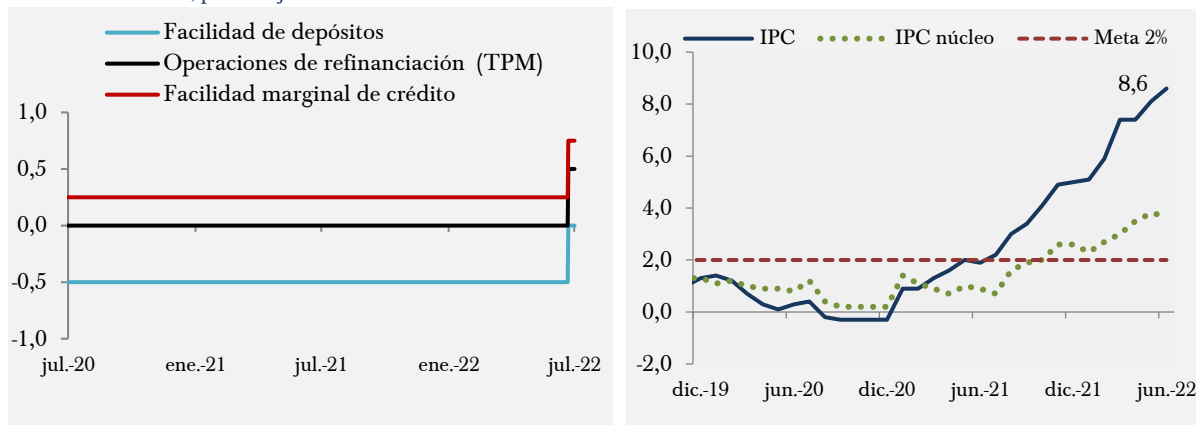
Fuente: Bloomberg

En la Eurozona, en el segundo trimestre de 2022, se acentuó la aceleración de la inflación en comparación con el trimestre anterior. La tasa de inflación se ubicó en 8,6% interanual en el mes de junio de 2022 (gráfico I.8), mostrando un nivel mayor al promedio observado en el primer trimestre del año. Esta presión a la suba de precios se encuentra principalmente explicada por los aumentos observados en el sector energético, dada la prolongación de los problemas de suministro de gas natural y petróleo de Rusia al continente europeo, relacionados a la guerra en Ucrania. En menor medida, se pudo observar un alza de precios en las categorías de alimentos, bebidas y tabaco, bienes industriales (excluyendo energía) y servicios. La inflación núcleo subió en términos interanuales, registrando una tasa de 3,7% en junio. Con relación a la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha aumentado sus tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en 50 p.b., situándolos en 0,50%, 0,75% y 0,0%, respectivamente (gráfico I.8). Así también, el Consejo de Gobierno finalizó las compras netas de activos en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) en el mes de julio.

Gráfico I.8

Inflación y Tasa de Política Monetaria en Eurozona

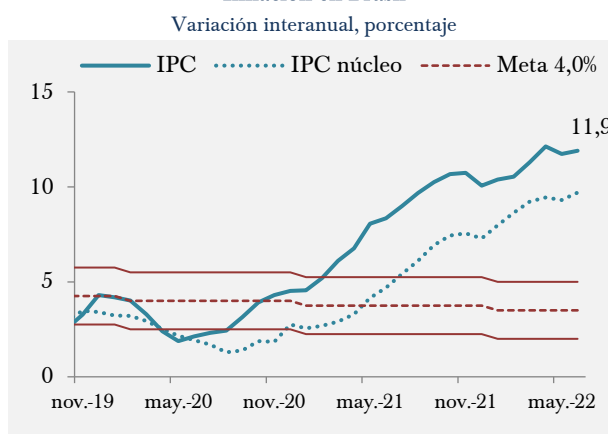
Variación interanual, porcentaje



Fuente: Bloomberg

En la región, la inflación de Brasil se ha acelerado aún más en el segundo trimestre del presente año. En junio, el nivel de precios mostró un aumento del 11,9% interanual (gráfico I.9). Esta tasa de inflación se encuentra explicada por una suba de precios en el rubro de transportes respecto al año anterior. A estos incrementos, se suman los observados en alimentos y bebidas no alcohólicas y gastos personales, junto con el avance más lento de los servicios públicos y alquileres. La inflación núcleo cerró con una tasa de variación interanual del 9,7% en junio. Desde su reunión de marzo, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) ha incrementado la tasa Selic en 150 puntos básicos, situándola en 13,25%, con lo cual el ciclo de ajustes monetarios continúa su avance hacia un territorio más contractivo.

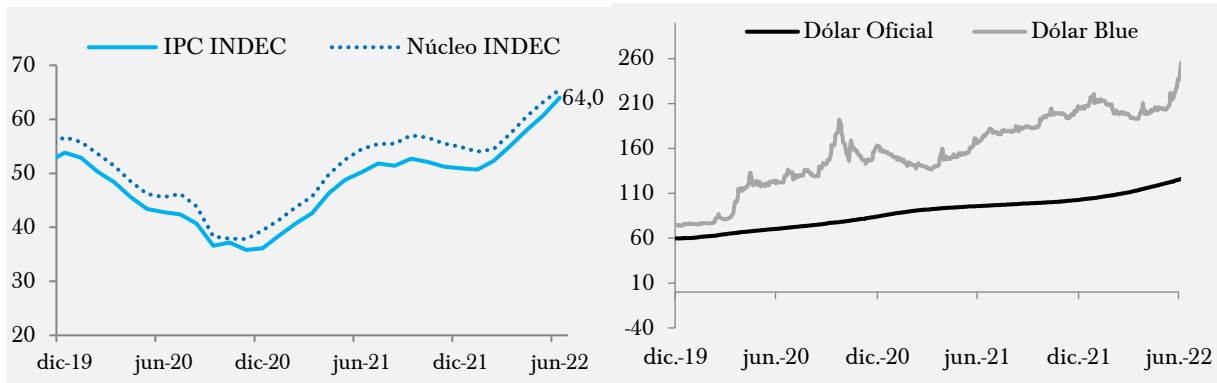
Gráfico I.9
Inflación en Brasil



Fuente: Bloomberg

En el caso de Argentina, se pudo notar una mayor aceleración de la inflación durante el segundo trimestre. La tasa de inflación, medida por el IPC INDEC, se situó en 64,0% interanual en junio de 2022 (gráfico I.10), por encima de las tasas constatadas en el trimestre anterior. Los mayores incrementos fueron observados en las categorías de salud, vivienda, agua, electricidad y otros combustibles, y bebidas alcohólicas y tabaco. El rubro de mayor incidencia fue el de alimentos y bebidas no alcohólicas, que presentó aumentos en rubros como verduras, tubérculos y legumbres, carnes y derivados. En cuanto a su política monetaria, el Banco Central de la República Argentina ha aumentado el límite inferior de la tasa de interés de Leliq a 52,0% lo que representó un incremento de 500 puntos básicos desde el IPoM anterior. La brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo sufrió un incremento importante desde junio, y el gobierno argentino implementó nuevas medidas, entre las cuales se destacan las restricciones vinculadas al acceso a dólares para el financiamiento en tiendas libres de impuestos y el incremento de la alícuota de los impuestos a las ganancias y sobre bienes personales para operaciones destinadas al consumo de dólares para viajes y gastos en el exterior.

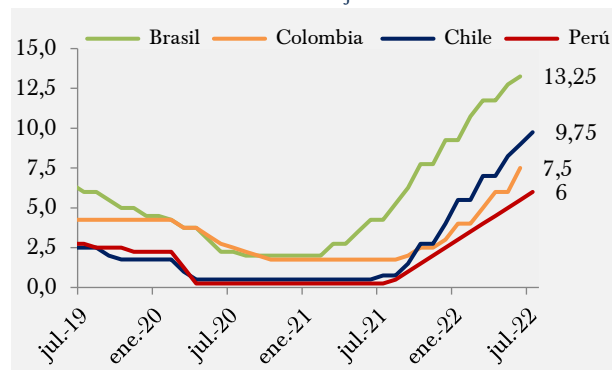
Gráfico I.10
Inflación interanual y Tipo de cambio en Argentina
Variación interanual, porcentaje/Pesos por Dólar



Fuente: Bloomberg, Ámbito

En cuanto a otras economías de la región, Chile, Colombia y Perú han decidido continuar con el proceso de normalización de su política monetaria. Así, desde el informe anterior, Colombia incrementó su tasa de política monetaria en 250 puntos básicos (pb), Perú en 150 pb y Chile en 275 pb (gráfico I.11).

Gráfico I.11
Tasas de Política Monetaria en economías regionales con metas de inflación
Porcentaje



Fuente: Bloomberg

Materias primas

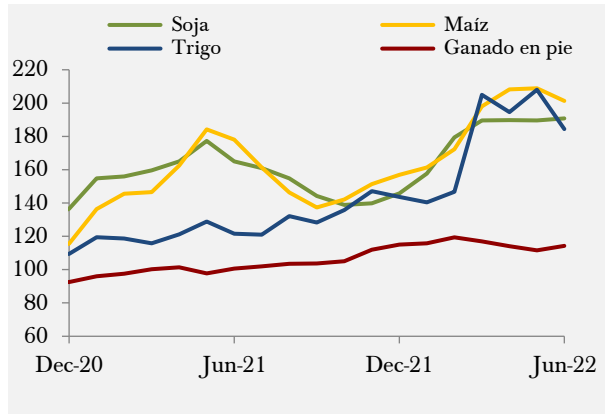
Las cotizaciones internacionales de *commodities* agrícolas verificaron comportamientos mixtos en el segundo trimestre de 2022 (gráfico I.12). En el caso del ganado en pie, se notó una leve reducción del 2,4% en la cotización en junio con relación al registrado a marzo de 2022. Por otra parte, los precios internacionales del maíz y de la soja exhibieron incrementos moderados. A junio de 2022, la cotización del maíz se incrementó 1,6% y la de la soja 0,6% con relación a lo verificado en marzo de 2022. La suba en el precio del maíz está vinculada principalmente a la evolución de la guerra entre Rusia y Ucrania, mientras que, en el caso de la soja, el incremento se explica mayormente por factores climáticos en regiones productoras que podrían afectar los niveles de producción, lo cual acentuó la incertidumbre por el lado de la oferta. En el caso del trigo, a junio, el precio en Chicago disminuyó 10,0% respecto al cierre del primer trimestre del 2022. La cotización del trigo

también se vio influenciada por los desarrollos de la guerra, siendo que los avances diplomáticos respecto a las exportaciones de trigo ucraniano en junio favorecieron la merma observada y, además, en este periodo mejoraron las perspectivas en cuanto a la producción y existencias finales a nivel global.

Gráfico I.12

Precios de *commodities*

Índices, febrero 2020 = 100

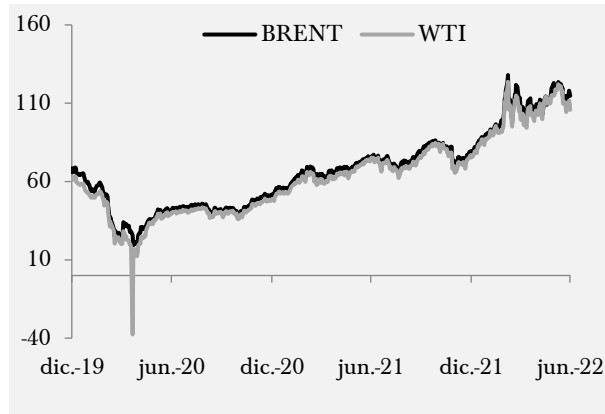


Fuente: Bloomberg

Gráfico I.13

Precio del petróleo (Brent y WTI)

Dólares por barril

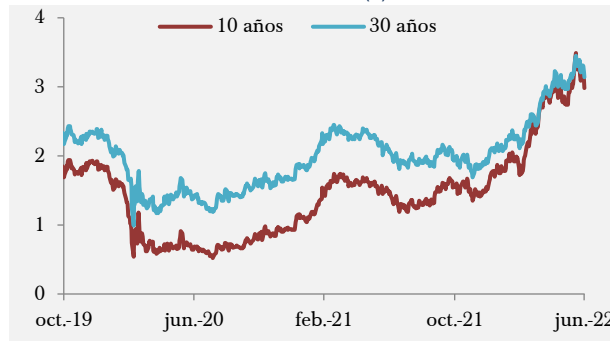


En cuanto a los precios internacionales del petróleo en el segundo trimestre, tanto las cotizaciones del Brent como del WTI, mostraron incrementos con respecto al IPoM anterior, y su comportamiento estuvo marcado por una gran volatilidad a lo largo del trimestre. Algunos factores de presión al alza fueron las limitaciones en la oferta de petróleo y la elevada incertidumbre relacionada a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. En contrapartida, los temores a una desaceleración económica a nivel global generaron expectativas de una menor demanda de petróleo, ejerciendo presiones a la baja. En comparación a los precios promedios observados durante el mes de marzo de 2022, el precio del petróleo Brent aumentó 4,5% en junio, mientras que el de WTI se incrementó en 5,4% (gráfico I.13).

Mercados financieros internacionales

Los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años y los de vencimiento a 30 años se han incrementado con respecto al cierre del trimestre anterior (gráfico I.14). Este comportamiento se encuentra explicado por las preocupaciones de los inversores ante la aceleración de la inflación y las perspectivas de una política monetaria más agresiva por parte de la Reserva Federal. En esta línea, a fines de junio, la cotización del dólar medida por el índice DXY se apreció 5,5%, en comparación al cierre del primer trimestre de 2022.

Gráfico I.14
Rendimientos de los bonos de Estados Unidos
Rendimientos (%)



Fuente: Bloomberg

Los principales índices de las bolsas de valores de EE.UU. y de la Eurozona han mostrado un menor dinamismo desde el último IPoM. Se observó que, el promedio del índice registrado por S&P500 en junio de 2022 fue inferior en 11,4% al registrado en marzo de 2022. Por su parte, para el Euro STOXX 50, para el mismo periodo, verificó una reducción de 5,2% respecto al promedio de marzo del año en curso.

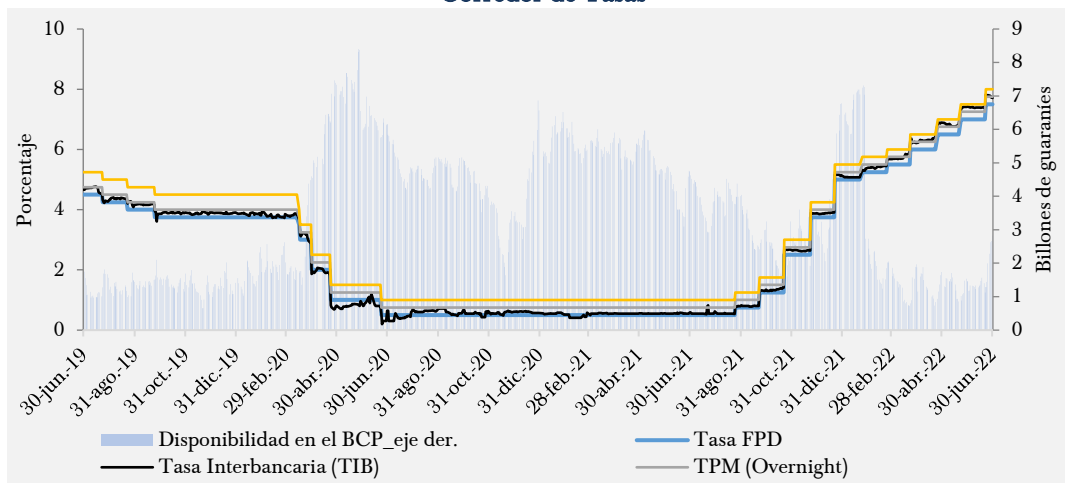
II. Mercados Financieros

Política Monetaria

En las reuniones de política monetaria llevadas a cabo durante el segundo trimestre del 2022, la TPM se incrementó en 150 puntos básicos con respecto al trimestre anterior. Así, el CPM decidió incrementar la tasa de referencia en 50 pb en cada una de sus reuniones de abril, mayo y junio, con lo que la TPM se situó en 7,75% anual al cierre del trimestre. En consecuencia, la tasa de Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y la tasa de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) se ubicaron en 7,50% anual y 8,00% anual, respectivamente. Por su parte, la tasa interbancaria (TIB) ha seguido el incremento de la TPM y, respecto de periodos anteriores en los que se encontraba más cercana al piso del corredor, en los meses recientes se ha ubicado en niveles muy cercanos a la TPM (gráfico II.1).

Durante el segundo trimestre se ha observado también una reducción en la liquidez en el sistema financiero. Incluso, en algunos meses, la TIB se había ubicado levemente por encima de la TPM denotando cierta escasez relativa de liquidez. En el mercado de dinero, esta menor liquidez se verificó en los montos de la disponibilidad que las instituciones financieras mantienen en el BCP (Cta. Cte. + FPD), los cuales disminuyeron de manera considerable respecto a lo observado en el periodo de la pandemia (gráfico II.1).

Gráfico II.1
Corredor de Tasas

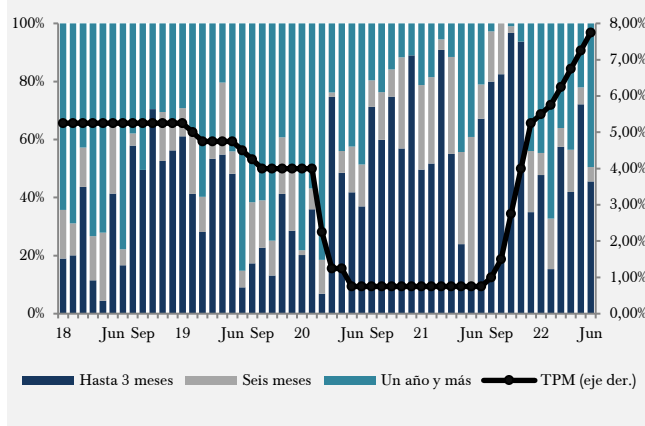


Fuente: BCP

Instrumentos de Regulación Monetaria

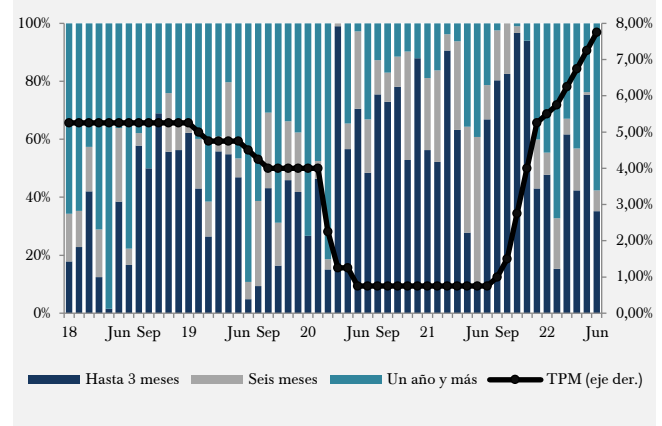
En el segundo trimestre, tanto los montos ofertados como las colocaciones efectivas mostraron una recomposición hacia los títulos de plazos más cortos, contrario a lo verificado en el trimestre anterior, en el que las entidades financieras revelaron mayor predisposición a colocar sus fondos en instrumentos de plazos mayores a 1 año. Así, en lo que respecta a los montos ofertados, la participación de las letras con plazos de hasta 3 meses fue 54,5%, de las de 6 meses fue 7,5% y de las de 1 año y más fue 38%. Por otra parte, en lo que concierne a las colocaciones efectivas, los instrumentos de hasta 3 meses tuvieron una participación de 51,6%, los de 6 meses mostraron una contribución de 7,1% y aquellos mayores a 1 año de 41,4% (gráficos II.2 y II.3).

Gráfico II.2
Monto ofertado de las LRM por plazos
Participación



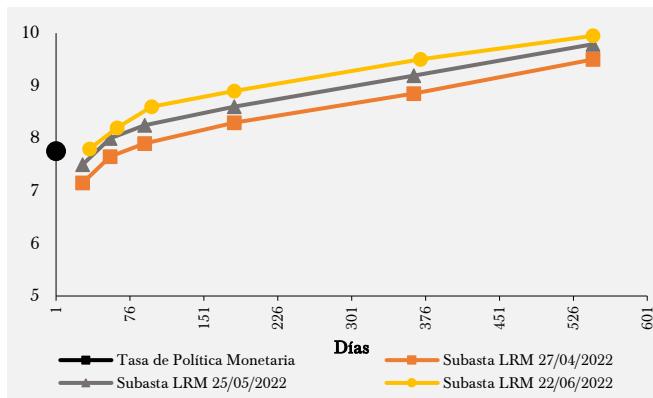
Fuente: BCP

Gráfico II.3
Colocaciones efectivas de las LRM por plazos
Participación



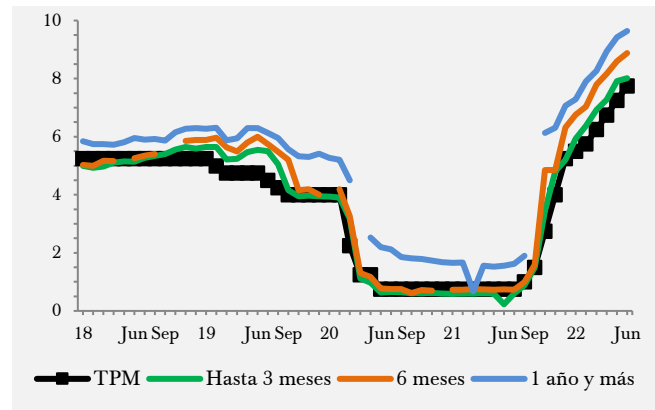
Conforme al proceso de normalización de la política monetaria, las tasas efectivas de las colocaciones de LRM a los distintos plazos se han ajustado al alza (gráficos II.4 y II.5). El monto de las colocaciones de LRM también puede ser de utilidad para dar una explicación a la escasez relativa en el sistema financiero. En este sentido, durante el primer trimestre del año, las colocaciones efectivas ascendieron a Gs. 10.558.500 millones, mientras que, en el segundo trimestre, estas se ubicaron en Gs. 4.190.110 millones. Esto último pese a que los rendimientos de los instrumentos en el segundo trimestre se ubicaron por encima de lo observado en el trimestre anterior.

Gráfico II.4
Curva de rendimiento de LRM
Porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico II.5
TPM y tasas de colocaciones efectivas de LRM por plazos
Tasas, porcentaje

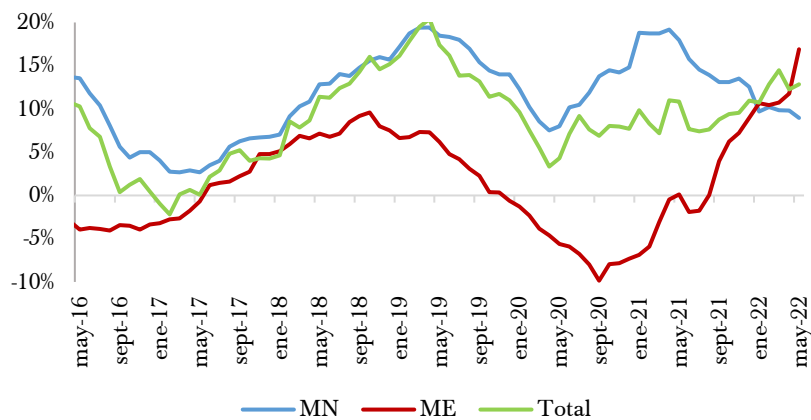


Condiciones Financieras

Desde el IPoM de marzo 2022, el saldo de los créditos totales ha continuado expandiéndose (12,9% interanual en mayo 2022), explicado tanto por el incremento de los préstamos en moneda extranjera como en moneda local. Los créditos en moneda local han seguido incrementándose, aunque con un menor ritmo de expansión en términos interanuales, mientras que, la concesión de créditos en moneda extranjera ha continuado acelerándose en los últimos meses.

De esta manera, en mayo 2022 los créditos en moneda nacional registraron un incremento interanual del 9,0%, inferior a la tasa de 10,2% verificada en el informe previo. Los principales sectores que incidieron positivamente en la variación interanual de los créditos en moneda nacional fueron consumo, vivienda, industrias manufactureras y construcciones. Por otra parte, los créditos en moneda extranjera mostraron un crecimiento interanual de 16,9%, superior a la tasa de 10,4% observada en el informe anterior (gráfico II.6). Los sectores que contribuyeron, en mayor medida, al aumento interanual de los créditos en moneda extranjera fueron agronegocios, agricultura, comercio al por mayor, ganadería e industrias manufactureras.

Gráfico II.6
Evolución del Crédito
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Con relación a los depósitos privados totales, en mayo de 2022, mostraron una variación interanual de -0,5%, inferior a la tasa verificada en el último IPoM (10,6% con datos a febrero 2022). Este resultado se explica principalmente por la reducción de los depósitos en moneda extranjera, cuyo saldo ha exhibido una variación interanual de -1,4% mientras que los depósitos en moneda nacional mostraron una tasa interanual de -1,0 en el periodo señalado.

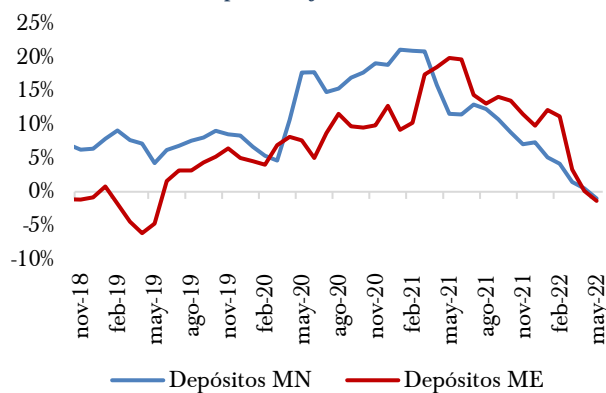
En los últimos meses, se ha venido observando una reducción del saldo de los depósitos en moneda nacional, sobre todo los depósitos a plazos cortos.

La evolución de los depósitos revela cierta convergencia a los niveles pre-pandemia, aunque los saldos en cuenta corriente y a la vista siguen ubicándose en niveles superiores a los observados en dicho periodo (gráfico II.7 y II.8).

Como se ha venido señalando en informes anteriores, este comportamiento podría deberse, entre otros factores, a que, tras las aperturas de todos los sectores económicos, los agentes han destinado parte de sus ahorros hacia una normalización de sus hábitos de consumo. Sin embargo, en el margen ya se empieza a registrarse un aumento de los depósitos en CDA, lo cual podría deberse al incremento de las tasas pasivas en moneda nacional.

Gráfico II.7
Evolución de Depósitos

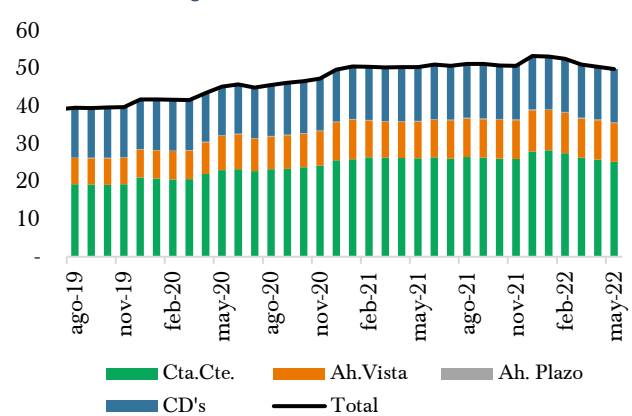
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico II.8
Depósitos por plazos en moneda nacional

Saldos, billones de guaraníes



Por el lado de los depósitos en moneda extranjera, también se observa menores saldos con relación año anterior, lo cual estaría asociado a los menores ingresos de exportación por soja, cuya producción fue afectada severamente por la sequía registrada entre finales del 2021 e inicios del 2022 (ver recuadro I).

El promedio ponderado de las tasas de interés activas en moneda nacional ha continuado con una trayectoria ascendente. Este comportamiento se encuentra en sintonía con el ciclo de alzas de la tasa de política monetaria. De esta manera, al mes de mayo 2022, el promedio de tasas de interés activas en moneda nacional se ubicó en 14,3%, por encima de la tasa al cierre de febrero (13,7%). Por su parte, el promedio de tasas de interés pasivas en moneda local también muestra una trayectoria ascendente en los últimos meses, situándose en 4,3% al cierre de mayo 2022 (3,7% en febrero 2022) (gráfico II.9).

El promedio ponderado de las tasas de interés activas en moneda extranjera ha mostrado una trayectoria ascendente en el periodo reciente, ubicándose en 6,3% en el mes de mayo. Por su parte, el promedio de las tasas de interés pasivas en esta moneda ha aumentado desde febrero, alcanzando 1,7% en mayo (gráfico II.10).

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

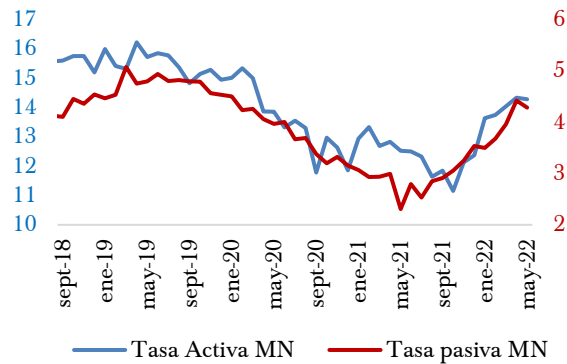
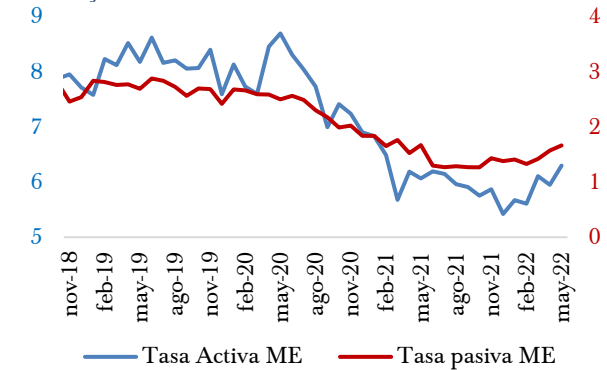


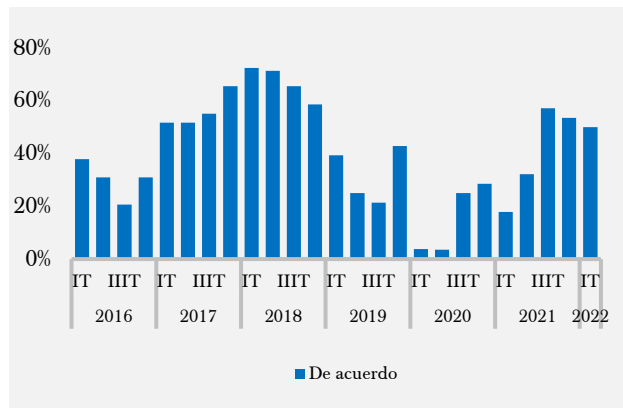
Gráfico II.10
Tasas de interés activa y pasiva en moneda extranjera
Porcentaje



Fuente: BCP

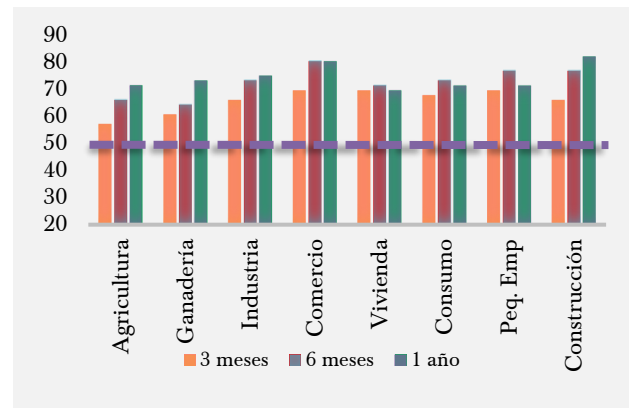
En lo que respecta a la Encuesta de Situación General del Crédito del primer trimestre del 2022, el 50% de los encuestados había considerado que la situación, en el periodo mencionado, fue óptima para la concesión de créditos. Con este resultado, se ha verificado una disminución con respecto al nivel observado en el cuarto trimestre del 2021 (53,6%), pero un aumento con relación al porcentaje registrado en el primer trimestre del 2021 (17,9%). En la misma línea, los índices de difusión de expectativas sectoriales se han mantenido en la zona de optimismo en los plazos de 3, 6 y 12 meses (gráficos II.11 y II.12).

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
Índice de difusión.



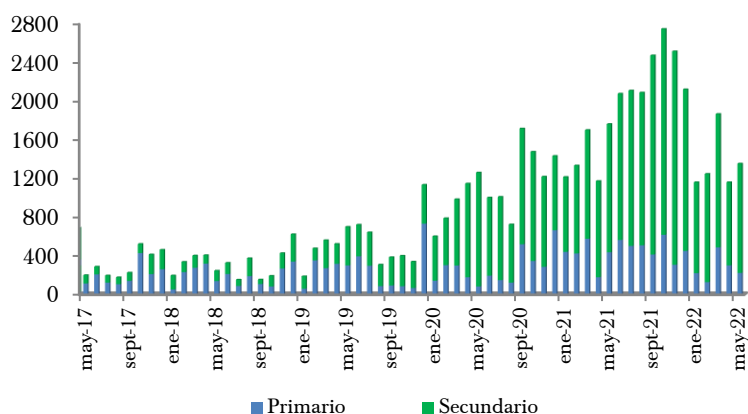
Mercado Bursátil

Al mes de mayo de 2022, el volumen negociado registró una caída acumulada de 5,5%. Las operaciones de reporto representaron 54,5% del total negociado y tuvieron una disminución acumulada del 4,2%, mientras que, las operaciones de renta fija, que representaron el 41,2% del total negociado, mostraron una contracción del 13,4%, teniendo la mayor incidencia negativa en la tasa de variación acumulada del mercado. En menor proporción, se ubicaron las operaciones de renta variable (2,9%), la que verificó un incremento de 111,8%. Por último, las operaciones con derivados, con una participación de 1,4% al quinto mes del año, creció al 989,8% anual.

Del total negociado hasta mayo del 2022, el 19,8% correspondió a transacciones en el mercado primario y 80,2% al mercado secundario (gráfico II.13).

En mayo del 2022, la tasa de interés promedio ponderado (en moneda nacional) pactada en la bolsa de valores fue 9,3% anual, superior a la tasa registrada en mayo de 2021 (8,9%), al tiempo que la tasa en moneda extranjera se situó en 6,3% anual, siendo también superior a la tasa verificada en mayo de 2021 (5,58%).

Gráfico II.13
Volumen negociado en la BVPASA
En miles de millones de guaraníes



Fuente: Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA).

Tipo de Cambio

Durante 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 peso uruguayo (3,42%) y el guaraní (1,36%). En contrapartida, el peso chileno (16,81%), el real brasileño (10,84%), el peso colombiano (10,09%) y el sol peruano (3,94%), se depreciaron en el mismo periodo (gráfico II.14).

Por otra parte, en mayo de 2022, el tipo de cambio real multilateral (TCR) se depreció 4,05% con respecto al mismo mes del año pasado. Este comportamiento es explicado en su mayor parte por el diferencial entre la inflación externa y la doméstica (gráfico II.15).

Gráfico II.14
Tipo de cambio nominal respecto al dólar
Índice ene-2019=100

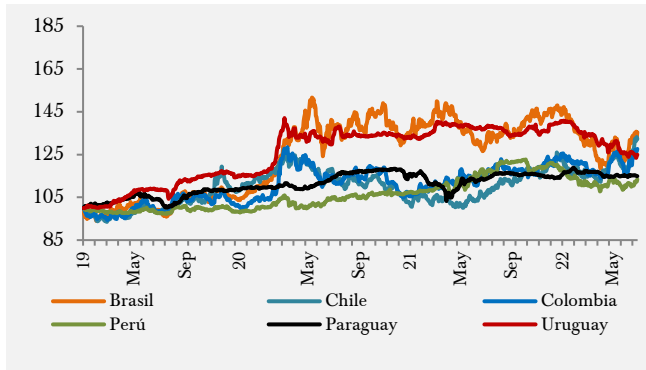
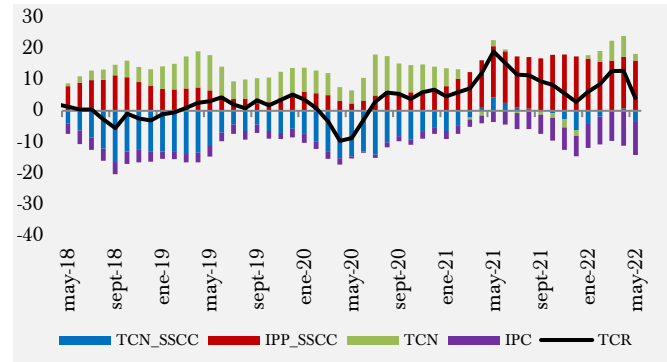


Gráfico II.15
Tipo de cambio real multilateral
Variación interanual e incidencias



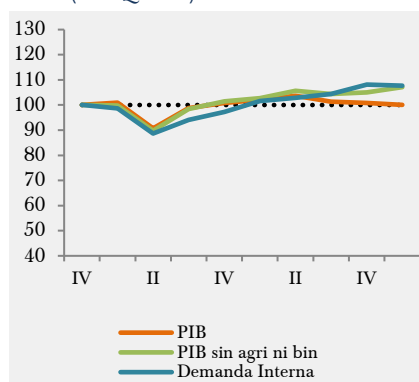
Fuente: Bloomberg / BCP

III. Escenario Doméstico

Actividad y demanda

En el primer trimestre, el PIB (desestacionalizado) se moderó con relación al cuarto trimestre, fundamentalmente debido a los resultados negativos de la campaña sojera 2021/2022, como así también a la reducción en la producción de energía eléctrica. Sin embargo, PIB sin agricultura y binacionales continuó registrando resultados positivos, impulsado por servicios, construcciones, manufactura y ganadería (gráficos III.1 y III.2). Por el lado del gasto, la demanda interna siguió mejorando en el primer trimestre, sustentado fundamentalmente en la inversión, mientras que la demanda externa neta se frenó por el aumento de las importaciones y la reducción de las exportaciones (gráficos III.1 y III.3).

Gráfico III.1
PIB y Demanda interna
Índice (2019Q4=100)



Fuente: BCP

Gráfico III.2
PIB Desestacionalizado (lado de la oferta)
Índice (2019Q4=100)

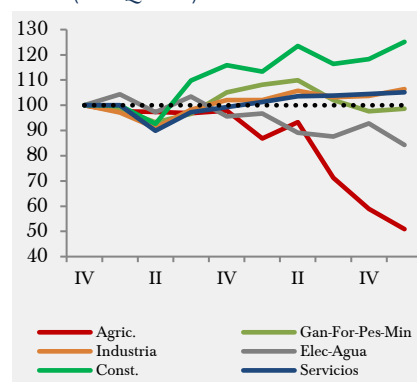
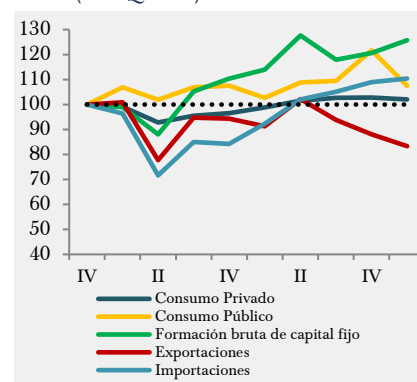


Gráfico III.3
PIB Desestacionalizado (lado del gasto)
Índice (2019Q4=100)



En términos interanuales, el PIB del primer trimestre experimentó una variación de -2,0%, explicada por el menor dinamismo de la agricultura, la ganadería y el sector de electricidad y agua. Por otro lado, servicios, manufactura y construcciones mostraron un buen desempeño (tabla III.1).

Tabla III.1
PIB: sectores de oferta

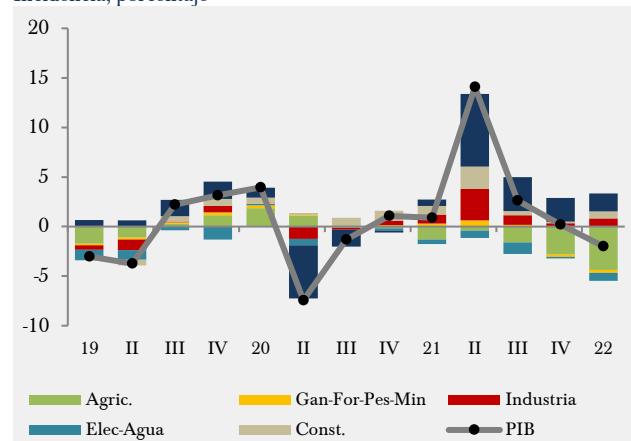
Variación interanual, porcentaje

Sectores	2021				2022
	I	II	III	IV	I
Agricultura	-10,9	-4,2	-26,7	-40,0	-41,2
Ganadería, For., Pes. y Min.	9,9	18,7	4,8	-7,3	-8,7
Industria manufacturera	5,1	16,6	5,0	1,8	4,3
Elect. y agua	-6,0	-10,5	-16,5	-2,5	-11,1
Construcción	13,7	34,8	5,8	2,2	10,5
Servicios	1,4	15,3	7,0	4,9	3,9
Imp. a Prod.	-0,5	28,8	5,4	7,0	1,9
PIB Total	0,9	14,1	2,6	0,2	-2,0
PIB sin Agric. y sin Bin.	3,1	17,4	6,1	3,6	4,3

Fuente: BCP

Gráfico III.4
PIB: Sectores de Oferta

Incidencia, porcentaje



El sector agrícola presentó una retracción de 41,2% con respecto al mismo trimestre de 2021, que se explicó fundamentalmente por la caída de los niveles de producción de la soja, acompañada de otros rubros agrícolas, como el arroz, la caña de azúcar, la yerba mate, la mandioca y otros tubérculos. No obstante, estos resultados fueron parcialmente atenuados por las variaciones positivas registradas en la producción de maíz, girasol, sésamo y algodón en rama.

Por su parte, el sector de electricidad y agua presentó una variación interanual de -11,1% en el primer trimestre de 2022. El desempeño negativo del trimestre fue explicado por la menor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales, debido al bajo caudal hídrico del río Paraná.

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería registró una contracción interanual de 8,7%, explicada por el menor nivel de faenamiento de ganado bovino, porcino y de aves de corral, al igual que una disminución en la producción de huevos. Sin embargo, la minería verificó un comportamiento favorable, en línea con la mayor dinámica observada en las construcciones.

El sector servicios registró un crecimiento interanual de 3,9% en el primer trimestre. Resaltaron los desempeños positivos de la actividad comercial, hoteles y restaurantes, servicios a los hogares (salud, educación y esparcimiento), servicios a las empresas (agencias de turismo, consultorías, publicidad, entre otros), servicios inmobiliarios y los servicios de intermediación financiera. En contrapartida, se verificaron resultados negativos en los servicios de transporte, telecomunicaciones y servicios de información y en los servicios gubernamentales.

La actividad manufacturera presentó un crecimiento interanual de 4,3%, explicado por el mejor desempeño en la elaboración de aceites, producción de productos químicos, azúcar, minerales no metálicos, papel y productos del papel, bebidas y tabaco, productos textiles y prendas de vestir, cueros y calzados, molinerías y panaderías y productos metálicos. No obstante, estos resultados fueron atenuados por las variaciones negativas registradas en la producción de carnes, lácteos, otros alimentos, maquinarias y equipos y metales comunes.

Por último, el sector de la construcción presentó un crecimiento interanual de 10,5% en el primer trimestre de 2022. El comportamiento de la actividad estuvo influenciado, principalmente por el dinamismo observado en la ejecución de las obras tanto públicas como privadas.

Desde la perspectiva del gasto, en el primer trimestre del 2022, la disminución del PIB se explicó por la caída de la demanda externa, manteniendo la demanda interna un comportamiento favorable.

Tabla III.2

PIB: componentes de demanda

Variación interanual, porcentaje

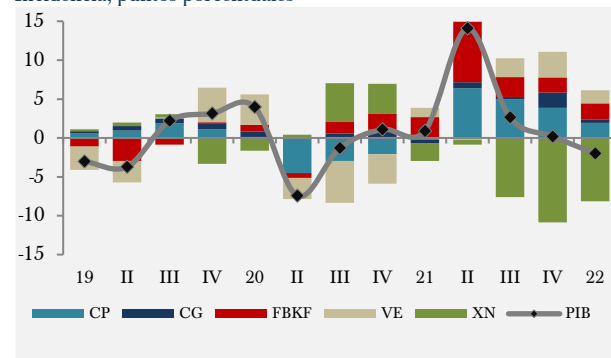
Componentes	2021				2022
	I	II	III	IV	I
Demanda interna	3,2	14,7	10,2	11,1	6,1
Consumo total	-1,0	9,0	6,9	7,6	3,4
Consumo privado	-0,4	9,5	7,7	6,2	3,3
Consumo público	-4,2	6,2	2,4	13,8	4,2
FBC	14,8	52,4	28,9	23,9	12,7
FBCF	15,1	44,8	11,8	9,4	10,4
Exportaciones	-10,7	31,6	-0,2	-6,6	-9,3
Importaciones	-4,1	42,0	23,6	29,5	19,7
PIB Total	0,9	14,1	2,6	0,2	-2,0

Fuente: BCP

Gráfico III.5

PIB: Componentes de Demanda

Incidencia, puntos porcentuales



Las exportaciones de bienes y servicios presentaron una retracción interanual de 9,3%, resultado que se explicó principalmente por la marcada disminución en la cantidad exportada de productos agropecuarios como soja, maíz y carne, así como por las retracciones registradas en la exportación de energía eléctrica. Estas disminuciones fueron atenuadas por el aumento de los envíos de aceites vegetales, productos vinculados a la reexportación y por los servicios de transformación bajo el régimen de maquila. La incidencia de los bienes fue -11,9 p.p. y de los servicios 2,6 p.p.

A su vez, las importaciones de bienes y servicios tuvieron un crecimiento interanual de 19,7%, siendo las de mayor incidencia positiva las maquinarias y equipos y productos químicos. Sin embargo, se observó una disminución en la cantidad importada de combustibles y lubricantes. Dentro de los servicios, destacó el mayor dinamismo de transportes (servicios de fletes adquiridos por paraguayos desde el exterior). La incidencia de los bienes fue 14,3 p.p. y de los servicios de 5,4 p.p.

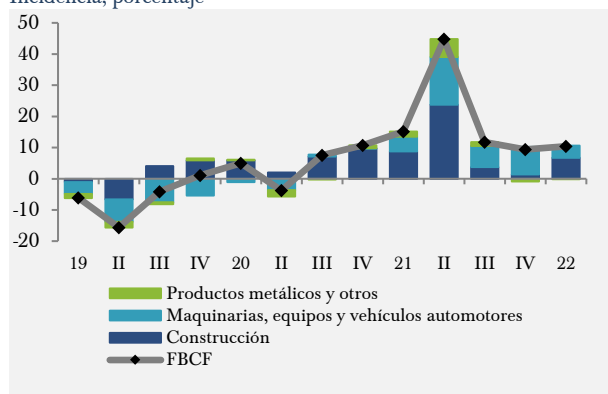
Por otro lado, la demanda interna (6,2%) atenuó, en gran parte, el resultado negativo de la demanda externa neta. Entre los principales componentes de la demanda interna, destacaron los incrementos interanuales de la formación bruta de capital (12,7%) y del consumo total (3,4%).

La formación bruta de capital fijo (FBKF) registró un crecimiento de 10,4% con respecto al mismo trimestre de 2021. Este desempeño estuvo influenciado, principalmente, por el mayor nivel de las construcciones y las inversiones en maquinarias y equipos (gráfico III.8).

El consumo privado registró una variación interanual de 3,3%, debido fundamentalmente al aumento de los gastos en servicios (especialmente los relacionados a los servicios a las empresas, transportes, restaurantes y hoteles y telecomunicaciones) y de los gastos en bienes semidurables (textiles y prendas de vestir, cueros y calzados y productos del papel). De igual forma, también se registraron aumentos en los bienes no durables (resultados positivos en alimentos, bebidas y artículos personales) y, en menor medida, en el consumo de bienes durables (desempeños positivos en electrodomésticos y electrónica y muebles para el hogar). Asimismo, el consumo de gobierno verificó un crecimiento interanual de 4,2%.

Gráfico III.6
Componentes de la inversión (FBCF)

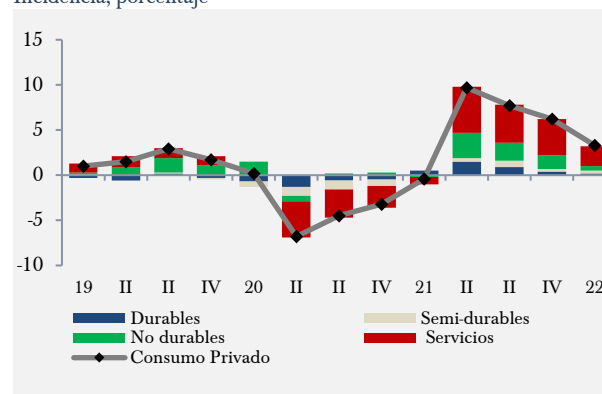
Incidencia, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico III.7
Componentes del consumo privado

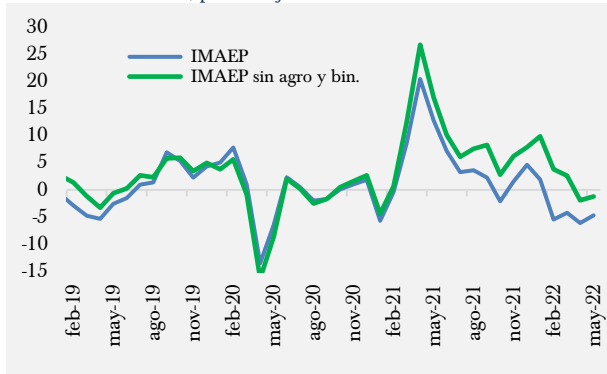
Incidencia, porcentaje



De esta manera, la demanda externa neta fue el componente que más efectos tuvo en la disminución del PIB del primer trimestre de 2022, incidiendo negativamente en 8,1 p.p. Sin embargo, la demanda interna registró una incidencia positiva de 6,1 p.p., principalmente debido a la contribución positiva de 2,1 p.p. de la formación bruta de capital fijo. En el mismo sentido, el consumo privado registró una incidencia positiva de 1,9 p.p., acompañado también de una contribución positiva de 0,4 p.p. del consumo del gobierno.

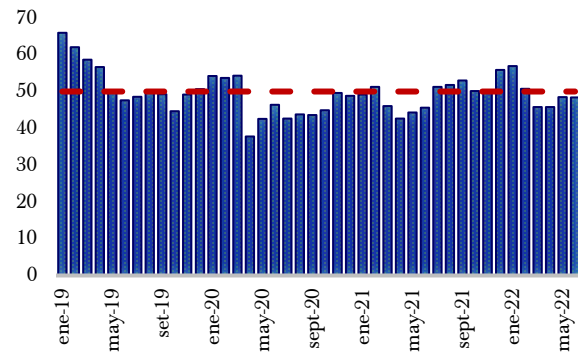
Entre abril y mayo, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) registró una variación interanual promedio de -5,4%, mientras que el IMAEP sin agro y binacionales registró una tasa interanual promedio -1,6%. Al cierre de mayo, la actividad económica agregada acumuló una contracción de -3,8%, aunque considerando el IMAEP sin agro y binacionales, la tasa de variación acumulada fue de 2,5%. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) mejoró en mayo y junio con respecto marzo y abril, aunque sigue ubicándose por debajo del nivel neutral. Por componentes, el Índice de Situación Económica se situó en 31,2 en junio, mientras que, el Índice de Expectativas Económicas (IEE) se ubicó en 65,5.

Gráfico III.8
Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP)
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

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



Mercado Laboral

En el primer trimestre del 2022, la población ocupada registró una variación interanual de -0,8%, explicada principalmente por la caída en el empleo del sector primario (-13,0%) y en el secundario (-7,8%). En el sector secundario, se contrajo tanto el empleo en manufacturas como en construcciones. No obstante, estos resultados fueron atenuados por el buen desempeño del sector terciario (5,6%), en especial el empleo en los servicios comunales, sociales y personales y en otros (Electricidad, Gas y Agua; Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones y Finanzas, Seguros e Inmuebles).

Por categoría ocupacional, la disminución interanual del empleo en el primer trimestre se debió a la reducción del empleo independiente en 6,7%, especialmente de trabajadores por cuenta propia y trabajador familiar no remunerado. Sin embargo, el empleo en la categoría de asalariado creció 3,0%, por el aumento de la población ocupada como empleado/obrero privado y público. Asimismo, el número de empleados domésticos observaron aumentó 12,8 interanual.

Tabla III.3

Población ocupada por sector económico

Miles

Total país	IT 2021	IT 2022	Cambio respecto al IT21	Var. Inter. (%)
	3.455	3.427	-28	-0,8
Primario	697	606	-91	-13,0
Agricultura, Ganadería, Caza y Pesca	697	606	-91	-13,0
Secundario	678	625	-53	-7,8
Industrias Manuf.	377	355	-22	-6,0
Construcción	301	270	-31	-10,1
Terciario	2.079	2.195	116	5,6
Com., Rest. y Hotel.	982	945	-37	-3,7
Servicios Comunales, Sociales y Personales	776	900	126	16,1
Otros (*)	321	350	29	8,8
No disponible	1	1	0	-11,2

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

Fuente: INE

Tabla III.4

Población ocupada por categoría ocupacional

Miles

Total país	IT 2021	IT 2022	Cambio respecto al IT21	Var. Inter. (%)
	3.455	3.427	-28	-0,8
Asalariado	1.661	1.711	50	3,0
Empleado/obrero público	324	345	21	6,4
Empleado/obrero privado	1.337	1.365	28	2,1
Independiente	1.571	1.466	-105	-6,7
Empleador o patrón	186	172	-14	-7,5
Trabajador por cuenta propia	1.123	1.076	-47	-4,2
Trabajador familiar no remunerado	262	218	-44	-16,8
Empleado doméstico	223	251	28	12,8

Cuenta Corriente³

Conforme a los últimos registros disponibles de los distintos componentes del sector externo y, teniendo en cuenta, el escenario más probable para determinadas variables macroeconómicas internas y externas, el saldo de la cuenta corriente para el 2022 se corrigió de USD -1.570 millones (-3,9% del PIB) a USD -2.025,9 millones (-5,0% del PIB).

El ajuste en la cuenta corriente se explicó principalmente por el mayor déficit esperado para el saldo de la balanza comercial (de ubicarse en USD -872,7 millones en el IPoM anterior, en este informe se prevé un saldo de USD -1.289 millones), lo cual se debió a una corrección al alza en las proyecciones de las importaciones, que fue mayor a la realizada en las exportaciones.

Desde el último IPoM, las importaciones han seguido mostrando una buena dinámica, impulsadas en gran parte por los altos precios, especialmente de los combustibles derivados del petróleo. Al cierre del primer semestre, las importaciones totales acumularon un crecimiento de 26,3%, explicado por los mayores valores de bienes de consumo, intermedios y de capital. Considerando esta evolución reciente y, los pronósticos para el consumo privado y la inversión, se prevé para el 2022 una expansión de 6,9% de las importaciones, cifra superior a la tasa presentada en el IPoM de marzo (-6,6%).

Para el caso de las exportaciones, las proyecciones también se han ajustado al alza en el presente informe, de -17,2% a -7,6%, debido, en parte, a la mejora (menor caída) de los pronósticos para la agricultura por los buenos resultados registrados en la producción de soja del periodo de entrefa⁴ y maíz y, las expectativas favorables para el trigo. Así también, se ha revisado al alza el pronóstico de las reexportaciones, en línea con mejores perspectivas para la economía brasileña.

Adicionalmente, se ha procedido a una revisión a la baja en la proyección de la balanza de servicios, principalmente en su componente de servicios de transportes, debido a los mayores niveles de importaciones netas de fletes. Con relación a las partidas de ingreso primario e ingreso secundario, los pronósticos se mantienen en niveles similares a los presentados en el informe de marzo.

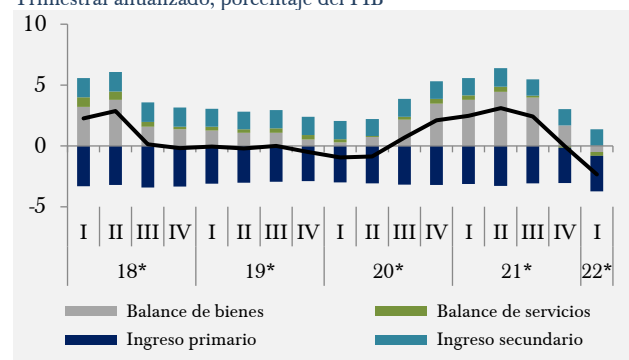
Es importante señalar que, el elevado déficit previsto para el 2022 se financiaría con flujos de inversión directa y, principalmente, con una disminución de activos en el exterior (principalmente del sistema financiero). De hecho, en los últimos trimestres se ha visto una importante entrada de capital por la reducción de activos en el exterior de residentes, que es coherente con el repunte importante de los créditos en moneda extranjera destinados principalmente al sector agrícola y a las actividades vinculadas.

Tabla III.3
Cuenta Corriente

	2020*	2021 *	2022 (f)
Cuenta Corriente (mill. de USD)	736,8	-100,4	-2.025,9
Balanza Comercial	1.225,8	573,5	-1.289,3
Exportaciones	10.954,9	13.167,8	12.170,8
Importaciones	9.729,2	12.594,3	13.460,1
Servicios	145,4	-62,8	-141,4
Ingreso primario	-1.157,6	-1.145,1	-1.153,3
Ingreso secundario	523,2	534,0	558,1
Cuenta Corriente (% PIB)	2,0	-0,3	-5,0

Fuente: BCP

Gráfico III.10
Cuenta Corriente: Componentes y Saldo
Trimestral anualizado, porcentaje del PIB



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-i131

⁴ Comúnmente denominada zafría por los agentes del sector.

Finanzas Públicas

Los ingresos totales recaudados a junio ascendieron a 19,7 billones de guaraníes, que representó un aumento acumulado de 9,9%. Este resultado se explicó, principalmente, por una expansión del 19,6% de los ingresos tributarios. La recaudación acumulada de la Secretaría de Estado de Tributación (SET) creció 17,8% y de la Dirección Nacional de Aduanas (DNA) 23,2%. En contrapartida, se verificó una reducción en Contribuciones Sociales (-14,8%), Donaciones (-31,3%) y otros ingresos (-5,2%), esto último debido principalmente a menores ingresos por Royalties y Compensaciones de Itaipú.

Por otro lado, el gasto obligado a junio alcanzó 18,5 billones de guaraníes, lo que representó un incremento de 8,6% respecto al acumulado a junio de 2021. Este comportamiento se debió principalmente al aumento de la remuneración a los empleados, explicado por el aumento salarial a los docentes desde el mes de octubre y por la contratación de más personal de salud. Asimismo, se observó un incremento acumulado de 10,3% en las Prestaciones Sociales, explicado por mayores gastos en los programas de Adultos Mayores y Tekoporá y, en los pagos de pensiones contributivas. De la misma forma, en el semestre, se registró una suba en el rubro de Bienes y Servicios (4,4%) por la adquisición de medicamentos e insumos médicos y, por la cobertura de gastos en Unidades de Terapia Intensiva por COVID-19.

La Adquisición Neta de Activos no Financieros, que hace referencia a los pagos por la inversión pública en infraestructura, exhibió un incremento del 20% con respecto al acumulado a junio del 2021.

Tabla III.4

Finanzas públicas – Administración Central

En miles de millones de guaraníes

	Junio 2021	Junio 2022	Variación (%)
Ingreso total recaudado	17.898	19.672	9,9%
Ingresos tributarios	12.510	14.963	19,6%
Contribuciones sociales	1.501	1.279	-14,8%
Donaciones	981	673	-31,3%
Otros ingresos	2.907	2.757	-5,2%
Gasto total obligado	17.039	18.512	8,6%
Remuneración a los empleados	8.079	8.777	8,6%
Uso de bienes y servicios	1.830	1.911	4,4%
Intereses	1.399	1.635	16,9%
Donaciones	2.133	2.093	-1,8%
Prestaciones sociales	3.046	3.358	10,3%
Otros gastos	553	737	33,3%
Balance operativo	859	1.160	
Adquisición neta de activos no financieros	2.780	3.335	20,0%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1.920	-2.174	

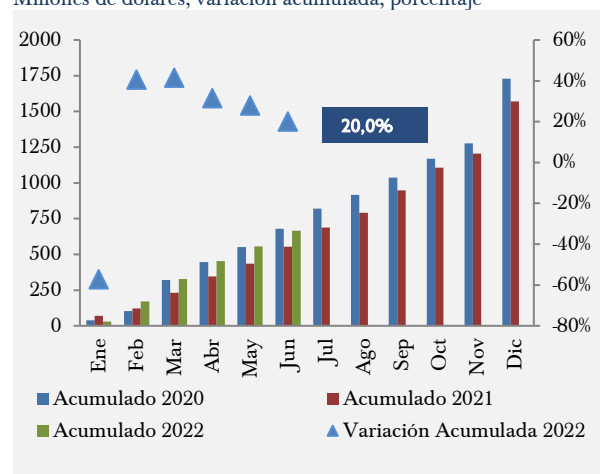
Fuente: Ministerio de Hacienda (MH)

Finalmente, la Administración Central arrojó un déficit acumulado (Préstamo o Endeudamiento Neto) de 2,2 billones de guaraníes a junio del presente año, equivalente a un resultado fiscal de -0,8% del PIB. En términos anualizados, el balance fiscal se situó en -3,6% del PIB.

Gráfico III.9

Inversión física de la Administración Central

Millones de dólares; variación acumulada, porcentaje



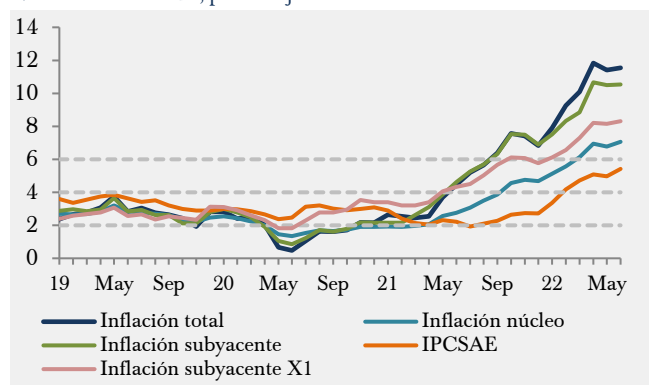
Evolución de los precios

En el segundo trimestre, la inflación total y las medidas de tendencia se han estabilizado, aunque en un nivel superior al observado durante el primer trimestre. La evolución de la inflación entre abril y junio estuvo explicada, al igual que en los últimos trimestres, por incrementos en los precios de los alimentos y de los combustibles, afectados principalmente por la suba de precios de los *commodities* en los mercados internacionales. Así también, se han seguido observando algunos efectos de segunda ronda sobre los precios de los servicios.

La inflación interanual en el mes de junio fue 11,5%, superior al 10,1% observado en marzo de 2022. En el segundo trimestre, el promedio interanual se ubicó en 11,6%, superior al promedio de 9,1% observado en el primer trimestre de este año. Por su parte, la inflación subyacente (excluye frutas y verduras de la canasta del IPC) promedió una tasa interanual de 10,6%, mayor al 8,2% verificado entre enero y marzo del 2022. De la misma manera, la inflación subyacente X1 (además de frutas y verduras excluye servicios tarifados y combustibles) promedió una tasa interanual de 8,2%, por encima del 6,7% del trimestre anterior. En línea con el comportamiento de los indicadores mencionados, la inflación núcleo verificó en el segundo trimestre una tasa interanual promedio de 6,9%, por encima del 5,6% observado en el periodo enero-marzo del 2022 (gráfico III.10).

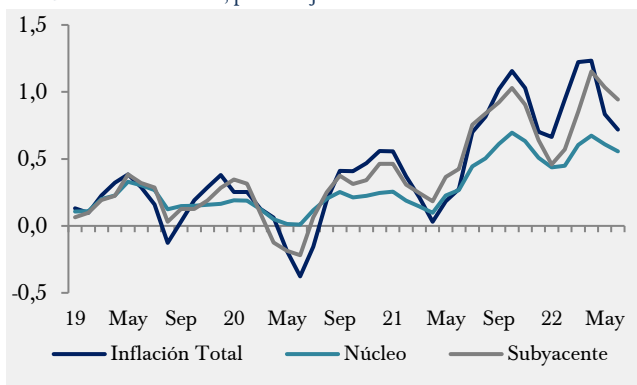
En el segundo trimestre, la inflación total verificó, en promedio, una tasa mensual de 0,7%, inferior al 1,2% registrado durante el trimestre entre enero y marzo, pero superior al resultado promedio de 0,3% del segundo trimestre del año 2021. Asimismo, la inflación núcleo promedio del periodo abril-junio fue del 0,6%, similar al promedio mensual verificado en el primer trimestre, mientras que, la subyacente registró en promedio una tasa mensual de 0,9%, también similar al observado en el primer trimestre del año 2022 (gráfico III.11).

Gráfico III.10
Indicadores de inflación
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico III.11
Inflación mensual
Media móvil tres meses, porcentaje

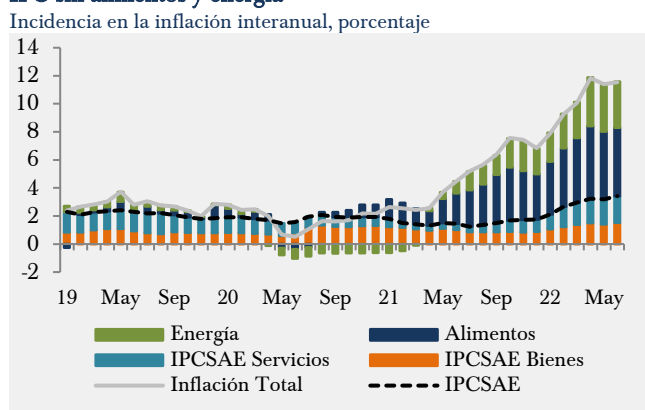


Por otra parte, el IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) registró en el trimestre abril-junio una tasa interanual promedio de 5,2%, por encima del promedio interanual apuntado en el primer trimestre del año, que fue de 4,1%.

El IPCSAE bienes registró, en el segundo trimestre, una variación interanual promedio de 5,6% (4,7% en el primer trimestre), explicada por los aumentos de precios verificados en bebidas alcohólicas, vestidos, bienes para el mantenimiento del hogar, artículos de limpieza para el hogar, repuestos para vehículos, productos farmacéuticos, artículos de cuidado personal, y bienes durables.

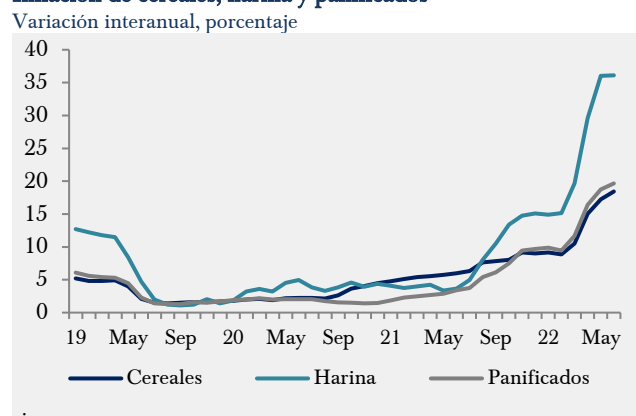
El IPCSAE servicios experimentó una variación interanual promedio de 4,8% entre abril y junio, mayor al resultado de 3,6% registrado entre enero y marzo de 2022. En este segmento, se destacan los principales incrementos en servicios de mantenimiento del hogar, alquiler de vivienda, reparación de equipos para el hogar, servicios de la salud, mantenimiento de vehículos, servicio de cuidado personal y alimentos consumidos fuera del hogar, entre otros (gráfico III.12).

Gráfico III.12
IPC sin alimentos y energía



Fuente: BCP

Gráfico III.13
Inflación de cereales, harina y panificados



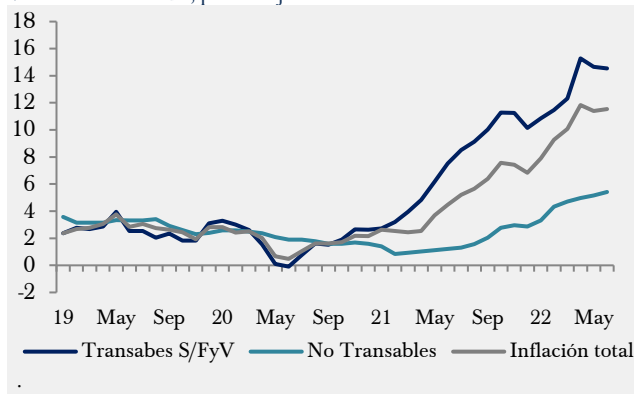
Los precios de los alimentos registraron una variación interanual promedio de 19% en el segundo trimestre, mayor al 15,8% registrado en el primer trimestre del año. En alimentos se destacaron los aumentos de precios de productos panificados, pastas, harina de trigo, harina de maíz, almidón, aceites, mantecas y productos lácteos, en su mayor parte asociados con los aumentos de los precios de los *commodities* (gráfico III.13). Por su parte, la carne vacuna registró, en promedio, disminuciones de precios explicadas por una mayor oferta, típicamente observada en esta época del año, previo al inicio del invierno, periodo durante el cual se reduce la calidad de las pasturas y aumentan los niveles de faenamiento para reducir los campos. Igualmente, la carne de cerdo observó reducciones de precios en el trimestre, mientras que los demás productos sustitutos de la carne vacuna, como la carne de aves, menudencias, embutidos y carne de pescado, aumentaron sus precios. Es necesario mencionar, que la disminución de los precios de algunos rubros volátiles contribuyó, en parte, a atenuar la suba verificada en los alimentos.

El incremento de los precios de los combustibles, que subieron por quinta vez en el año, fue explicado por nuevas alzas de los precios internacionales del petróleo, debido a la persistente incertidumbre y algunas disrupciones generadas por la guerra entre Rusia y Ucrania. Así, se observaron incrementos de precios en las naftas, en el gasoil común y el aditivado, y en el gas de uso doméstico.

Los precios de los bienes y servicios administrados registraron en el segundo trimestre una variación interanual promedio de 1,4%, por encima del 0,9% observado durante el primer trimestre del año 2022. Entre abril y junio se destacaron los ajustes en las tarifas del consumo de agua corriente, pasaje en micro interno de municipio, pasaje interurbano y en las tarifas de habilitación de vehículos. Por otro lado, los bienes libres registraron, para el mismo trimestre, una tasa interanual promedio de 12,5% (9,8% durante el primer trimestre del 2022).

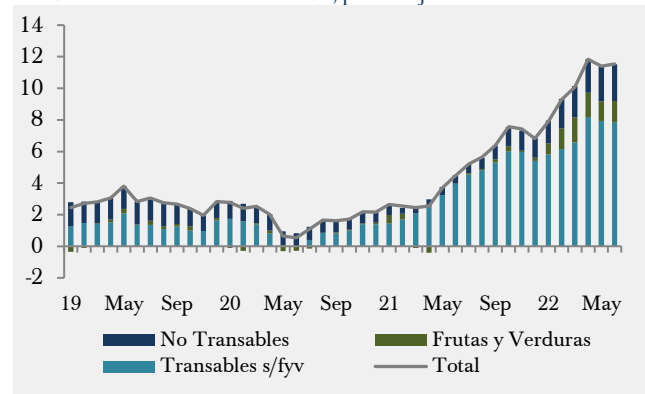
Con relación a la inflación de los bienes transables (sin frutas y verduras), la tasa interanual promedio fue 14,8%, mayor al promedio de 11,5% del periodo enero-marzo. Dentro de estos bienes, las subas más importantes se registraron en los alimentos y combustibles, aunque también se verificaron aumentos más moderados en otros productos transables. Los bienes no transables registraron en el segundo trimestre una tasa interanual promedio de 5,2%, por encima del 4,1% del primer trimestre del año, (gráfico III.14 y III.15).

Gráfico III.14
Inflación de bienes transables y no transables
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

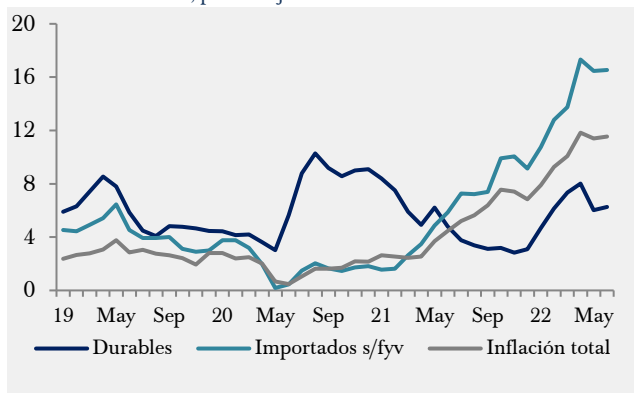
Gráfico III.15
Inflación de bienes transables y no transables
Incidencia en la inflación interanual, porcentaje



Los bienes durables registraron una tasa promedio interanual del 6,8% en el lapso de abril-junio de 2022, superior a la variación interanual promedio de 6,1% correspondiente a los meses de enero-marzo de este año, destacándose los incrementos en los electrodomésticos para el hogar, muebles para el hogar, aparatos celulares, equipos audiovisuales y equipos informáticos, que respondería a incrementos de los costos de transporte como consecuencia de la suba de precios de los combustibles, considerando que durante este periodo se ha observado una relativa estabilidad del tipo de cambio nominal guaraní/dólar (gráfico III.16).

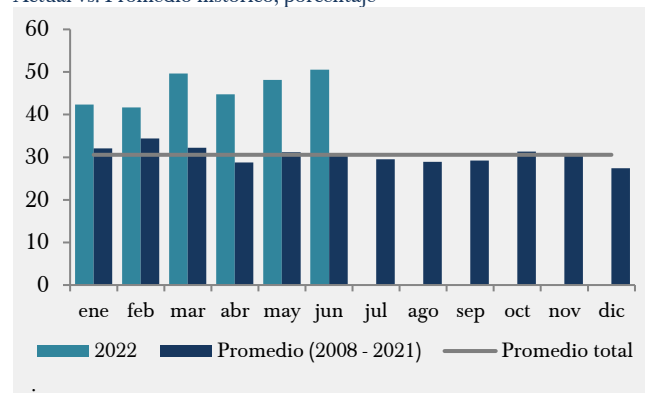
En el segundo trimestre, el indicador de la proporción de bienes con variaciones positivas superiores al 0,333% (que anualizada resulta en una tasa del 4,0%) registró un promedio de 47,8%, superior al 44,6% del trimestre enero-marzo del año 2022 y, también mayor al promedio histórico del 30,8% (gráfico III.17).

Gráfico III.16
Inflación total, durables e importados sin frutas y verduras
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

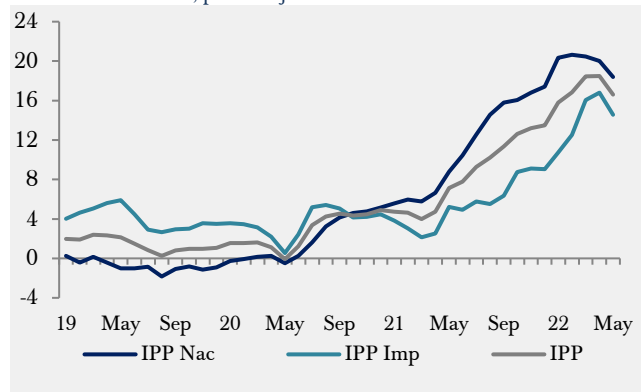
Gráfico III.17
Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0,333)
Actual vs. Promedio histórico, porcentaje



Por su parte, en el mes de mayo el Índice de Precios del Productor (IPP) registró una tasa interanual de 16,6%, menor al 18,5% observado en marzo de 2022, mostrando una trayectoria descendente en comparación al último IPoM. Así, en el periodo abril-mayo de 2022 la variación promedio mensual se ubicó en -0,1%, inferior al promedio mensual de 1,4% verificado entre enero y marzo de este año. La agrupación de productos nacionales registró una tasa interanual promedio de 19,2% entre abril y mayo, inferior al promedio interanual de 20,5% apuntado entre enero y marzo. Por otra parte, la agrupación de productos importados verificó en el periodo abril-mayo una tasa interanual 15,7%, superior a la variación promedio de 13,1% obtenida en el trimestre de enero-marzo de 2022. (gráfico III.18).

Gráfico III.18
Índice de Precios del Productor (IPP)

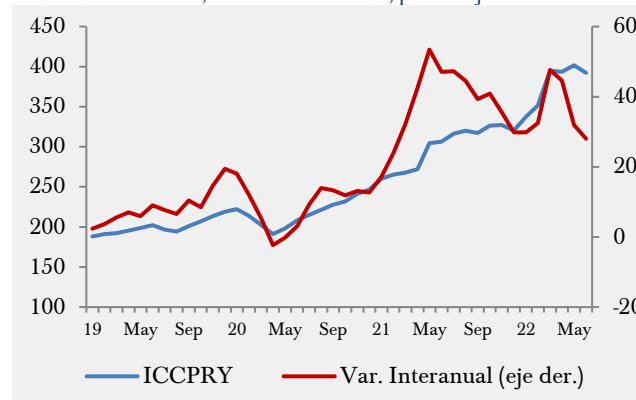
Variación interanual, porcentaje



Fuente: BCP

Gráfico III.19
Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (*)

Índice dic 2007 = 100; variación interanual, porcentaje



El Índice de *Commodities* Compuesto del Paraguay (ICC-PRY) registró, en el segundo trimestre, una variación interanual promedio de 34,9%, ligeramente por debajo del 36,6% observado en el primer trimestre. Por su parte, la variación mensual promedio entre abril y junio fue -0,2%, menor al 7,3% verificado entre enero y marzo, debido a la disminución de los precios del trigo, aceite de girasol, aceite de soja, azúcar y del gas. Por su parte, la carne, el maíz y el arroz aumentaron de precio, pero a un ritmo mucho menor al observado en el primer trimestre del 2022 (gráfico III.19).

Expectativas

Uno de los mecanismos de transmisión de la política monetaria más importantes es el canal de las expectativas. Esto se debe a que las expectativas que los distintos agentes económicos poseen sobre la trayectoria futura de las principales variables económicas juegan un rol fundamental en la toma de decisiones de los hacedores de política. Para la toma de estas decisiones, no solo son importantes los valores específicos de tales expectativas, sino, sobre todo, la magnitud de los ajustes de estas o las desviaciones con relación a algún valor objetivo. Esto es especialmente importante en el esquema de política monetaria de “Metas de Inflación”, en el que las expectativas de inflación futura pueden afectar la evolución actual de la inflación.

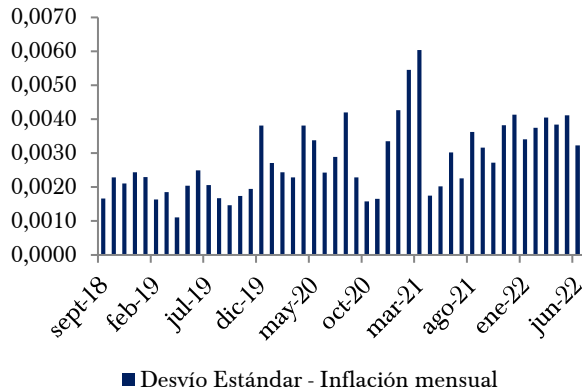
Dado lo anterior, en un contexto de elevada incertidumbre como el actual, es imperiosa la necesidad de seguir de cerca la evolución de las expectativas de las principales variables macroeconómicas, que, en el caso del Banco Central del Paraguay (BCP) son recabadas a través de la Encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE)⁵.

A partir del período de pandemia en el 2020 (acorde con la incertidumbre que se había generado), la dispersión mensual de las expectativas de inflación se empezó a incrementar, acentuándose durante el año 2021 y volviéndose más persistente

⁵ La encuesta EVE se realiza con frecuencia mensual desde el año 2006.

durante el transcurso del 2022 como consecuencia, principalmente, de las reiteradas alzas de los precios de alimentos y de los combustibles (gráfico IV.1).

Gráfico IV.1
Dispersión de las expectativas de inflación mensual



Fuente: BCP

No obstante, a pesar de las sorpresas inflacionarias derivadas principalmente de los diversos *shocks* de oferta, los ajustes que los agentes económicos han hecho sobre las expectativas de inflación de corto plazo han sido moderados respecto de los incrementos registrados en los datos efectivos (gráfico IV.2). Del mismo modo, en lo que respecta a las expectativas de inflación a plazos mayores, la dispersión de estas, así como sus aumentos fueron también bastante moderados (gráfico IV.3).

En línea con los moderados ajustes de las expectativas, tanto de corto plazo como de plazos mayores, las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria se han mantenido ancladas en la meta de 4% hasta inicios del 2022, pese a la incertidumbre derivada de la pandemia. Sin embargo, desde marzo hasta mayo 2022, se observó una trayectoria levemente ascendente de las expectativas en el horizonte de política monetaria, alcanzado un valor máximo de 4,8%. No obstante, en el mes de junio y julio, la mediana de las expectativas se ubicó en 4,5%, menor al registrado en los meses de mayo y abril (gráfico IV.4).

Estos últimos resultados de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria señalizan, en alguna medida, la percepción de convergencia de la inflación a la meta en el mediano plazo por parte de los agentes económicos.

Gráfico IV.2
Expectativas de inflación mensual e inflación observada

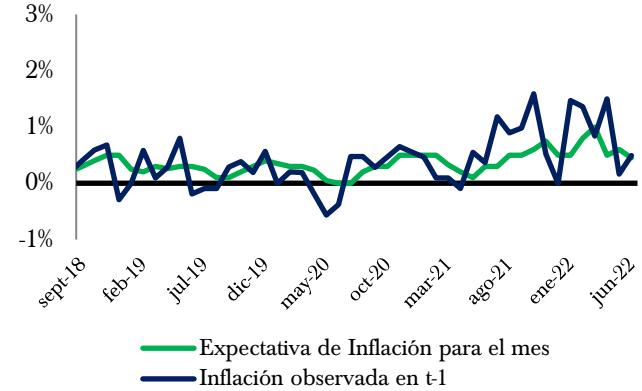
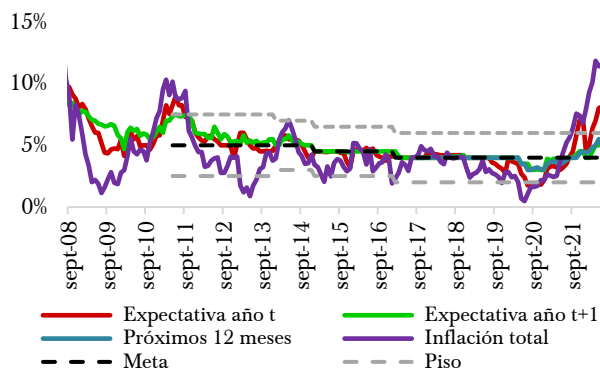
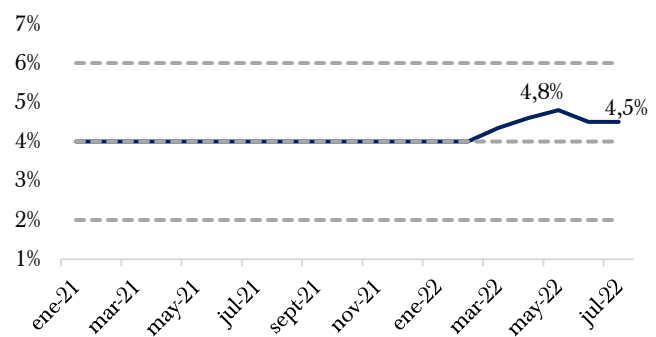


Gráfico IV.3
Inflación interanual y expectativas de inflación



Fuente: BCP

Gráfico IV.4
Expectativas de inflación en el Horizonte de Política Monetaria



En lo que respecta al tipo de cambio nominal (TCN), para el año en curso, las expectativas mensuales de los agentes se han mantenido relativamente estable, en línea con la evolución efectiva del TCN. De hecho, de enero a junio, la diferencia promedio entre el TCN pronosticado por los agentes económicos y el efectivamente observado fue de 25 guaraníes, inferior a la diferencia de 77 guaraníes verificada para el mismo periodo del año anterior e incluso para el 2020. Con ello, la mediana de las expectativas de tipo de cambio (con respecto al dólar) para cierre del 2022, en la encuesta de junio fue de 6.950 guaraníes por dólar, por debajo de los 7.100 guaraníes por dólar señalado al cierre del primer trimestre (marzo 2022).

En cuanto a las expectativas de crecimiento del PIB, durante el 2022, los ajustes de las expectativas de los agentes económicos se han alineado a las proyecciones publicadas por el Banco Central.

Con relación a la TPM, las expectativas de los agentes económicos han acompañado el proceso de normalización de la política monetaria, aunque los ajustes han sido de menor magnitud comparado con las decisiones efectivamente tomadas por el CPM. Así, en el mes de junio, la expectativa de cambio de la TPM de los agentes contemplaba un ajuste de 25 puntos básicos, inferior al ajuste de 50 p.b. realizados por el CPM. Por su parte, en la encuesta de julio, los agentes no esperaban cambios en la tasa referencial, mientras que, el CPM la ajustó en 25 p.b.

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

Desde el IPoM de marzo, el pronóstico para la economía mundial en 2022 ha sido revisado a la baja, ante ajustes negativos en varias de las principales economías, incluyendo a China, Estados Unidos y la Eurozona. Se prevé un crecimiento económico mundial de 3,2% anual para 2022, disminuyendo 0,3 p.p. respecto a la cifra del último IPoM (tabla IV.1). Este deterioro está explicado principalmente por la desaceleración de la actividad económica en China dados los confinamientos verificados en abril y mayo, la mayor reducción de estímulos monetarios en la economía estadounidense y el impacto negativo de la guerra entre Rusia y Ucrania. En cuanto a las perspectivas económicas para 2023, éstas se ubican en 3,2% anual, también por debajo de las previstas en el informe anterior (3,4%).

Tabla IV.1
Crecimiento mundial
Variación anual, porcentaje

	IPoM anterior			IPoM actual		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Mundo	5,9	3,5	3,4	6,1	3,2	3,2
EE.UU.	5,7	3,3	2,2	5,7	2,5	1,9
Eurozona	5,3	3,0	2,5	5,4	2,7	1,4
China	8,1	5,0	5,2	8,1	4,1	5,2
Brasil	4,8	0,5	1,6	4,8	1,2	1,1
Argentina	10,3	2,7	2,0	10,4	2,8	1,7
Socios comerciales	7,7	1,4	1,9	7,7	1,5	1,5
Socios Mercosur	7,6	1,8	1,9	7,7	2,1	1,5

Fuente: Bloomberg

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento del PIB para el 2022 se deterioraron desde el informe anterior, pasando de 3,3% a 2,5%, en línea con la aceleración de la normalización de su política monetaria y resultados inferiores a los anticipados en la actividad económica durante el primer semestre del 2022. Para el año 2023, la tasa prevista de variación anual es del 1,9%, menor a la esperada en el IPoM de marzo (2,2%).

En la Eurozona, la previsión de crecimiento para 2022 disminuyó 0,3 p.p., situándose en 2,7%, ante la continuidad de la guerra, considerando los vínculos comerciales de los países de la Eurozona con Rusia y Ucrania, de los cuales cabe resaltar la incertidumbre en torno a los futuros suministros de gas natural mediante el gasoducto Nord Stream 1. Para el próximo año, se redujeron las perspectivas económicas de 2,5% a 1,4% anual.

En China, la estimación de crecimiento para el año corriente se redujo 0,9 p.p. a 4,1% anual, corrección que estaría explicada por los confinamientos estrictos verificados en abril y mayo para contener la ola de COVID-19 que frenó la actividad económica de provincias principales como Shanghái. Para 2023, se prevé una tasa anual de crecimiento del 5,2% para la economía china al igual que en el informe anterior.

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 al alza para el año corriente. Para Brasil, se estima un crecimiento del PIB del 1,2% anual en 2022, aumentando 0,7 p.p., respecto al último informe, ante los resultados favorables de los indicadores de actividad durante el segundo trimestre del año. Para Argentina, se ajustó levemente al alza la tasa de

crecimiento prevista para 2022, pasando de un 2,7% a 2,8% anual, en línea con el mayor dinamismo verificado en los indicadores de actividad y de producción manufacturera en el segundo trimestre. Para 2023, se espera un crecimiento para Brasil de 1,1% y para Argentina el pronóstico es de 1,7%, ambos por debajo de lo previsto en el informe anterior (1,6% y 2,0%, respectivamente).

Las perspectivas de crecimiento del PIB de los socios del Mercosur mejoraron para 2022, situándose en 2,1% (1,8% en el informe anterior), mientras que, para 2023 se deterioraron, pasando de una tasa anual de 1,9% a 1,5%.

La estimación de crecimiento económico para 2022 de los socios comerciales de Paraguay se ubica levemente por encima de la prevista en el IPoM anterior, pasando de 1,4% a 1,5%. Esto es consistente con los ajustes al alza en la región, que contrarrestaron las revisiones a la baja en las principales economías mundiales. Para 2023, la proyección anual es de 1,5%, inferior a las del IPoM de marzo (1,9%).

En cuanto a la inflación, en el escenario internacional, continuaron las presiones inflacionarias globales durante el segundo trimestre de 2022 ante la continuidad de la guerra y factores que han limitado la oferta de algunas materias primas. No obstante, las perspectivas de una desaceleración en la economía mundial han provocado una revisión a la baja en las proyecciones de precios de *commodities* relevantes para el país como el petróleo, el trigo, la soja y el maíz.

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, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), de 7,9% para 2022, cifra superior a las proyecciones del informe anterior (7,0%). Para 2023, se prevé una inflación de 3,7% anual. Por otro lado, la inflación núcleo medida por la variación del PCE (*Personal Consumption Expenditure Price Index*) se situaría en 4,9% en 2022, por debajo de la tasa prevista en marzo (5,0%) y en 3,4% para 2023. En la Eurozona, también se incrementaron las perspectivas de inflación. La inflación anual prevista para 2022 pasó de 6,5% en abril a 7,5% en julio. Para 2023, se espera una tasa de inflación de 3,7%.

En Argentina, se ha verificado un importante aumento en los pronósticos de inflación para 2022. Se prevé que este año cierre con una inflación del 81,7%, por encima del 60,2%, reportado en el IPoM anterior. En el 2023, la tasa de inflación se moderaría a 75,5%. Para Brasil, desde el informe anterior también aumentaron las perspectivas de inflación para 2022 pasando de una tasa de 7,8% anual a 8,0% y para 2023 se proyecta una inflación anual más moderada de 4,8%.

Por otra parte, se espera que el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a tres meses sea en promedio 2,0% anual en 2022, por encima de lo esperado en el informe anterior (1,4%) y de 3,2% en 2023. A su vez, el promedio de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años sería de 3,0% para 2022, por encima de la cifra reportada en el informe previo (2,6%) y de 3,3% para 2023.

En el contexto local, la proyección de crecimiento del PIB de 2022 se mantuvo en 0,2%, aunque hubo una recomposición sectorial y por componentes del gasto. La fuerte sequía que se materializó entre finales del 2021 e inicios del 2022 produjo cuantiosas pérdidas en la cosecha de la soja y otros productos agrícolas. Sin embargo, a partir de finales del primer trimestre, las condiciones climáticas mejoraron significativamente, favoreciendo a los cultivos de la soja entrefa (zafría) y maíz, lo cual permitió amortiguar, en parte, las importantes pérdidas de los productores. Así, el pronóstico de variación para la agricultura fue revisado de -21,5% a -13%. En el mismo sentido, la ganadería se corrigió a la baja, de -1,5% a -2,5%, debido a las previsiones de un menor ritmo de faenamiento durante el segundo semestre, atendiendo a la reducción del hato ganadero. En el sector secundario, se ajustaron a la baja los pronósticos de manufactura y construcción, en tanto que, se revisó al alza la proyección para electricidad y agua. Se prevé asimismo un menor ritmo de expansión del sector terciario, explicado por una caída en gobierno general y una desaceleración en otros servicios. En contrapartida, para el comercio se prevé una menor contracción con respecto a la cifra del informe anterior. Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión permanecen con las mismas tasas de crecimiento proyectadas en abril, 2,6% y 3,6%, respectivamente. Por su

parte, el consumo público tendría un crecimiento negativo en torno al -5,5%, en línea con el plan de convergencia fiscal del Ministerio de Hacienda. Las perspectivas de las exportaciones e importaciones han mejorado, previéndose menores caídas con respecto a abril.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
Sector Primario	-11,6	-9,0	-0,9
Agricultura	-18,1	-13,0	-0,9
Ganadería	6,0	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	6,7	4,1	0,0
Sector Secundario	4,7	1,2	0,4
Manufactura	6,7	-0,1	0,0
Construcción	12,8	3,5	0,3
Electricidad y Agua	-8,6	2,8	0,2
Sector Terciario	6,9	1,4	0,7
Gobierno General	-2,9	-0,5	0,0
Comercio	15,3	-2,5	-0,3
Otros Servicios ⁶	7,3	3,5	1,0
Impuestos	9,0	0,2	0,0
PIB a precios de mercado	4,1	0,2	0,2
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	1,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
PIB	4,1	0,2
Demanda Interna	10,0	3,5
Formación bruta de capital	26,3	10,8
Formación bruta de capital fijo	18,6	3,6
Consumo total	5,6	1,2
Consumo privado	5,7	2,6
Consumo público	5,3	-5,5
Exportaciones de bienes y servicios	2,2	-14,0
Importaciones de bienes y servicios	21,4	-3,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,3	-5,0
FBKF (% del PIB nominal)	22,7	23,9

(f) Proyección

La proyección de inflación para el 2022 se ajustó al alza, de 8,2% a 8,8%, mientras que, para el 2023 el pronóstico se revisó a la baja, de 4,2% a 4,1%. Como estaba previsto, la inflación total y sus medidas de tendencia continuaron aumentando durante el segundo trimestre. Sin embargo, las magnitudes de estos aumentos fueron superiores a lo esperado debido a las persistentes presiones externas sobre los precios de los *commodities* observadas hasta finales del trimestre. Esto elevó el punto de partida para las proyecciones, resultando en una mayor tasa de inflación interanual que la proyectada en el IPoM de marzo. Por otro lado, las menores presiones sobre los precios externos recientemente observadas, así como el moderado dinamismo de la actividad económica local -brecha de producto negativa- contribuirían a contener las presiones sobre la inflación doméstica en el mediano plazo. De esta manera, a partir del tercer trimestre del año, se continúa previendo una moderación de la inflación hasta finalizar el 2022 con una tasa de 8,8% y con una tasa de 4,1% en el 2023, para posteriormente 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	8,8	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	6,9	8,6	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 segundo trimestre de 2024.

Fuente: Banco Central del Paraguay

⁶ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

Escenarios de riesgos

En el plano internacional, una nueva escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania, unas condiciones financieras más estrictas y las mayores probabilidades de una recesión en las principales economías avanzadas, son algunos de los principales factores de riesgo. La intensificación del conflicto bélico es un riesgo que podría significar presiones adicionales al alza para la inflación mundial a través de mayores precios de materias primas, incluyendo al petróleo, trigo y maíz. Por su parte, la extensión de tensiones geopolíticas afectaría el suministro de gas desde Rusia a Europa, impactando en la inflación y en las perspectivas económicas del continente europeo. Así también, la persistente inflación en Estados Unidos y en la Eurozona ha implicado una aceleración en el proceso de normalización de la política monetaria. Esto supone unas condiciones de financiamiento más estrictas para las economías emergentes, lo cual podría exacerbarse por el repunte en las primas de riesgo en el caso de países con altos niveles de endeudamiento y con una elevada proporción de la deuda denominada en moneda extranjera. Adicionalmente, la situación sanitaria a nivel global sigue representando algún riesgo. Se han observado incrementos recientes en diversas regiones ante nuevas sub variantes de la Ómicron y, de darse esta situación en China, nuevamente supondría confinamientos estrictos que frenen su actividad económica. En este contexto de inflación elevada y retiro acelerado de los estímulos (monetarios y fiscales), se han elevado las probabilidades de una desaceleración económica e incluso de una recesión en las principales economías mundiales. Este escenario, a diferencia de la escalada de la guerra, podría contribuir a contener o reducir los precios de los *commodities*.

En cuanto a los principales socios comerciales del país, siguen latentes los riesgos derivados del panorama fiscal. En Brasil, la aprobación de la suspensión del techo de gastos hasta fines de 2022 podría deteriorar las perspectivas fiscales, influyendo negativamente en el riesgo soberano y en el real brasileño. En Argentina, hubo un aumento importante en el gasto público, lo cual ha exacerbado la percepción de riesgo del país y el mercado ve como menos probable el cumplimiento de las metas pactadas con el Fondo Monetario Internacional.

En el ámbito local, los riesgos para la actividad económica, especialmente agrícola, se derivan principalmente de la evolución del clima y de la disponibilidad adecuada de fertilizantes. El clima ha evolucionado favorablemente en los últimos meses, lo cual benefició a los cultivos de soja (zafriña) y maíz. Además, existen buenas perspectivas para la producción de trigo. Sin embargo, en lo concerniente a la próxima campaña sojera 2022/2023, existen probabilidades de que se registre nuevamente una sequía (“la niña”). Por otro lado, conforme a los datos de comercio exterior, las importaciones de fertilizantes (en volumen) en meses recientes se situaron por debajo de los promedios históricos y, en ese sentido, esta situación, de no regularizarse, podría influir negativamente en el rendimiento de la producción de soja.

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

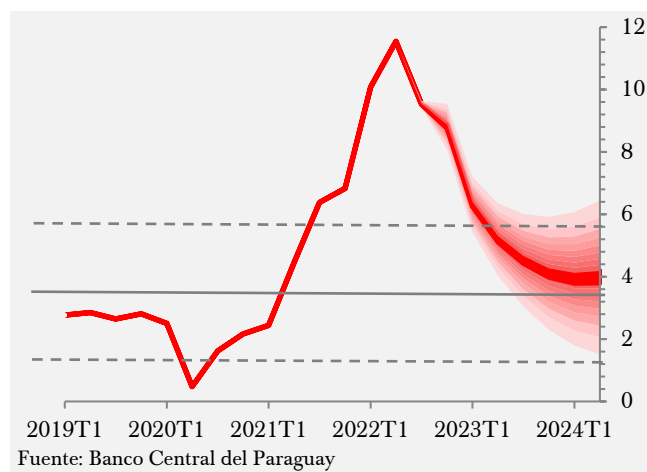
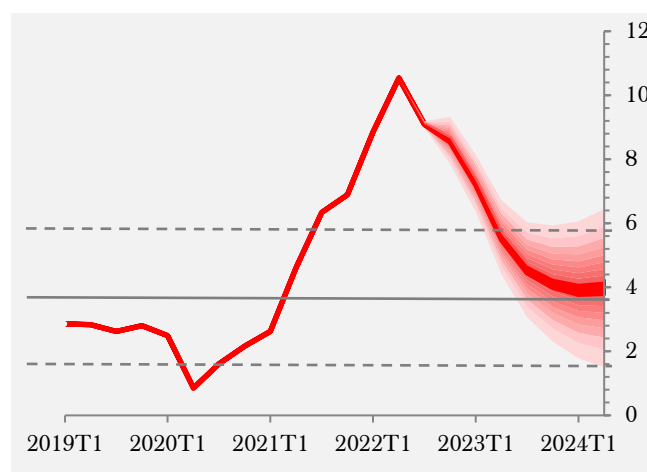


Gráfico IV.2
Proyección de inflación subyacente
Variación interanual, porcentaje



Recuadro I: Implicancias globales de la guerra entre Rusia y Ucrania

Contexto

El 24 de febrero, Rusia inició una invasión a gran escala del territorio de Ucrania con una serie de bombardeos en varias regiones de ese país, incluyendo a la capital Kiev. Desde entonces hasta la actualidad⁷, pese a algunos intentos de negociaciones de paz entre oficiales de ambos países, continúa el conflicto bélico, especialmente en Donbás, que comprende a Lugansk y Donetsk, dos regiones al este de Ucrania. Estas regiones habían sido reconocidas como independientes de Ucrania por parte del presidente de Rusia, días antes del inicio de la invasión rusa y, según comunicados de oficiales rusos, uno de los objetivos de la operación militar estratégica es liberar Donbás.

La guerra en Ucrania ha provocado una cuantiosa pérdida de vidas humanas, incluyendo las de civiles⁸ y ha implicado la mayor crisis de refugiados en Europa desde la segunda guerra mundial, con aproximadamente 6.000.000⁹ de individuos desplazados del país y refugiados en el continente. También se ha constatado el daño de diversas estructuras del país como edificios, puentes, hospitales, centros comerciales y líneas eléctricas. Así, la actividad productiva del país se ha visto limitada por el conflicto y según previsiones del Banco Mundial (BM) publicadas en el reporte de Perspectivas Económicas Mundiales (PEM-BM) de junio de 2022, se pronostica una caída del 45% en el PIB para 2022.

Como respuesta a la invasión rusa, diversas economías, incluyendo las principales como Estados Unidos, la Unión Europea (UE) y el Reino Unido, han implementado sanciones económicas dirigidas a Rusia, así como medidas focalizadas para individuos rusos. Esto ha tenido un impacto negativo en las perspectivas de crecimiento de la economía rusa para 2022 y, conforme a los datos del PEM-BM de junio, la misma presentaría una tasa de variación para el 2022 cercana al -9% anual.

Sanciones aplicadas a Rusia

Las represalias económicas de países a Rusia incluyeron sanciones comerciales y financieras. Las medidas comerciales contemplaron: i) restricciones a los productos que se pueden enviar a Rusia, incluyendo aquellos que puedan tener un uso militar como artículos de alta tecnología, semiconductores, productos químicos, láseres, aeronaves y partes y la exportación a Rusia de insumos o tecnologías relacionadas al refinado de petróleo; ii) prohibiciones de importación de bienes de origen ruso incluyendo materias primas energéticas, como el petróleo y el gas en Estados Unidos, mientras que, tanto en la UE como en el Reino Unido se prevé la reducción gradual de las importaciones del petróleo para fines de 2022, y Alemania suspendió el permiso para el gasoducto Nord Stream 2 (entre Rusia y Alemania); así también la UE incorpora al carbón, al oro, al hierro, al acero, a la madera, al cemento y a algunos licores como productos que no pueden ser importados desde Rusia iii) la UE también limitó el transporte aéreo, marítimo y terrestre proveniente desde Rusia.

Entre las sanciones financieras anunciadas cabe destacar el congelamiento de activos del banco central de Rusia y el bloqueo del acceso a SWIFT a diversos bancos rusos. En cuanto a las medidas aplicadas a individuos rusos, estas se refieren a restricciones de viajes y congelamiento de activos a oficiales del gobierno ruso, empresarios y algunos familiares de estas personas.

La guerra en curso en Ucrania y las sanciones financieras y comerciales a Rusia han tenido repercusiones económicas a nivel global. Más aún, este evento se ha dado en un escenario donde se preveía una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico mundial ante la prolongación de disrupciones a las cadenas globales de suministro, los rebotes de COVID-19 y los retiros de estímulos monetarios y fiscales en economías emergentes y avanzadas.

⁷ Este recuadro fue actualizado al 26 de julio.

⁸ Según cifras de la Oficina del Alto Comisionado de las Naciones Unidas para los Derechos Humanos (ACNUDH) al 17 de julio de 2022 se registraron 11.862 bajas civiles en Ucrania.

⁹ Conforme a cifras de la Oficina del Alto Comisionado de las Naciones Unidas para los Refugiados (ACNUR) al 19 de julio de 2022.

Implicancias económicas globales

La guerra ha tenido implicancias globales a través de sus efectos en los mercados de *commodities*, en el comercio internacional y en los mercados financieros. A su vez, esto se ha reflejado en un deterioro de las perspectivas económicas mundiales y mayores presiones sobre la inflación global. Así también, es importante resaltar que los efectos serían mayores para algunas industrias y países que tengan mayores vínculos comerciales con los países involucrados.

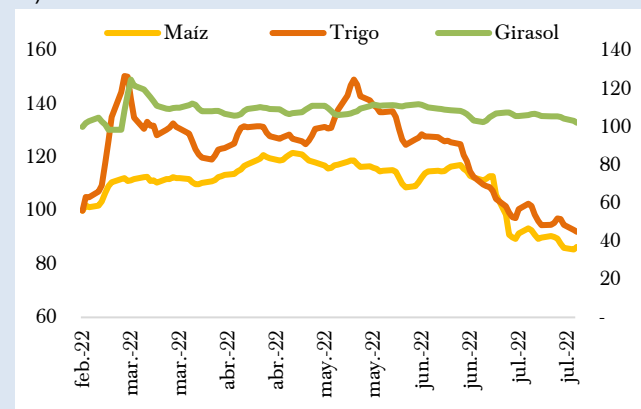
Mercados internacionales de *commodities*

Dada la importancia de la participación de Rusia y Ucrania en los mercados de determinados *commodities*, luego del inicio de la invasión se constataron aumentos importantes en los precios de diversas materias primas. En conjunto, ambos países representan cerca del 29% de las exportaciones mundiales de trigo y alrededor del 19% de las exportaciones globales de maíz. Como se observa en el gráfico I, en marzo se verificó un pico importante en el precio de estas materias primas. En el caso del trigo se registró otro pico en mayo, explicado por las cargas de granos ucranianos demoradas o varadas en los puertos por el conflicto y por disrupciones logísticas. Esto ha sido un factor relevante en la presión al alza de la inflación de alimentos a nivel mundial. Otro elemento que ha causado preocupaciones en las perspectivas para los precios de alimentos y la producción de estos es el encarecimiento de los fertilizantes, que también han verificado aumentos significativos desde la guerra, dado que Rusia es el principal exportador mundial de los mismos.

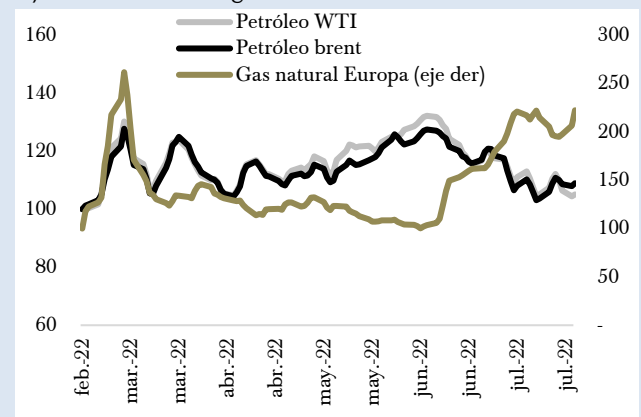
Gráfico I

Precios de materias primas (*prom. móvil 3 días*)
Índice: febrero 23 de 2022 = 100

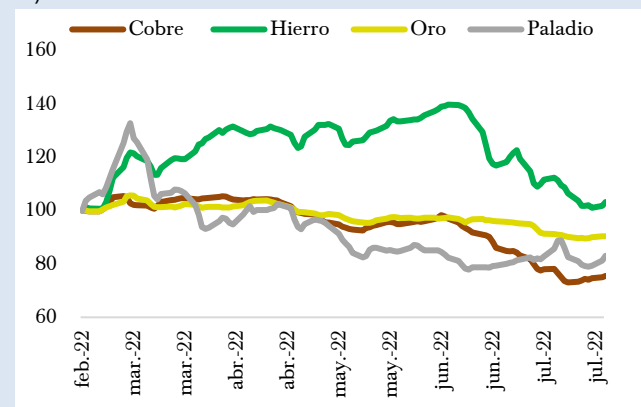
A) *Commodities* alimenticios



B) *Commodities* energéticos



C) Metales



Fuente: Bloomberg

En cuanto a *commodities* energéticos, Rusia es el principal exportador de petróleo y segundo de crudo a nivel mundial, siendo Europa el destino de alrededor del 60% del petróleo ruso, según datos de la Agencia Internacional de Energía. Así también, Rusia está entre los mayores exportadores de gas natural y su suministro a Europa

cubre el 32% de la demanda de este continente. El aumento de precios de estas materias primas energéticas también ha sido significativo en el contexto de la guerra, verificándose dos picos para el gas natural en Europa, uno en marzo y otro en julio. Este último estaría relacionado a la incertidumbre en torno a las medidas de Rusia de recorte de suministro a Alemania desde el gasoducto Nord Stream 1. Por otro lado, el petróleo ha exhibido fuertes incrementos a inicios de la invasión y luego ha oscilado ante temores de desaceleración en China y en la actividad económica mundial. Si bien a julio, el precio del crudo ha retornado a niveles similares a los de antes de la guerra, las mayores cotizaciones a lo largo del primer semestre han repercutido en la inflación mundial.

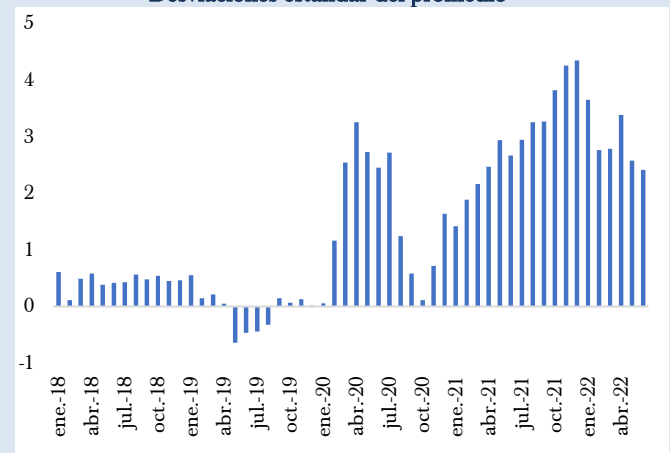
Los precios de metales también se vieron afectados por el conflicto bélico, debido a que Rusia y Ucrania son grandes exportadores de oro, cobre, hierro y níquel y son importantes fabricantes de paladio, neón y platino. Todos estos metales se utilizan en una gran variedad de industrias, como cables de cobre y componentes de automóviles. Así, algunas industrias como las de transporte, automóviles, maquinarias, equipamientos, y electrónicos han sido especialmente impactadas con el incremento de precios de estas materias primas. Dentro de estos *commodities*, se destaca el incremento del precio del paladio que alcanzó un máximo en el mes de marzo (gráfico I). El hierro alcanzó un pico en junio, lo cual estaría explicado más bien por la reapertura de la economía de Shanghái luego del confinamiento estricto iniciado en abril.

Comercio internacional

La guerra y las sanciones establecidas han generado disrupciones en el comercio internacional, bloqueando algunas vías de transporte y generando presiones adicionales a las cadenas globales de suministros, lo cual hizo que el índice relacionado (gráfico II) se mantenga en un nivel elevado incluso en un contexto donde se verificaban menos presiones por el lado de la pandemia. Las prohibiciones de vuelos en espacios aéreos de Rusia a Europa y viceversa, así como las limitaciones al transporte marítimo han generado mayores demoras en los envíos y en las cadenas de suministro, que se han sumado a las disrupciones generadas por la pandemia. Los vínculos comerciales directos con Rusia y Ucrania

son determinantes para prever los efectos sobre los distintos países. Aquellas economías con una alta proporción de exportaciones a estos países enfrentarían una menor demanda externa, mientras que los países que tienen una alta dependencia de sus importaciones procedentes de Rusia o Ucrania enfrentarían una posible escasez de suministros o precios elevados. Considerando las relaciones comerciales previas al conflicto bélico, diversas economías de Europa y Asia Central son las más expuestas. En cuanto al impacto al comercio mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su reporte de Perspectivas de la Economía Mundial (PEM-FMI) de abril redujo 1 punto porcentual (p.p.) el pronóstico de crecimiento anual del comercio global para 2022 y disminuyó sus proyecciones en 0,5 p.p. para 2023. Esta revisión está fundamentada por las previsiones de una menor demanda mundial de bienes debido a la guerra y, la moderación del comercio de servicios transfronterizos, especialmente el turismo. En este escenario, las perspectivas de crecimiento económico mundial también fueron revisadas a la baja en el reporte PEM-FMI de abril en 0,8 p.p., destacándose la incidencia negativa de las revisiones de Rusia y la UE que fue cerca de 0,6 p.p. conjuntamente.

Gráfico II
Índice de presiones a las cadenas globales de suministros
Desviaciones estándar del promedio



Fuente: Reserva Federal de Nueva York

Mercados financieros

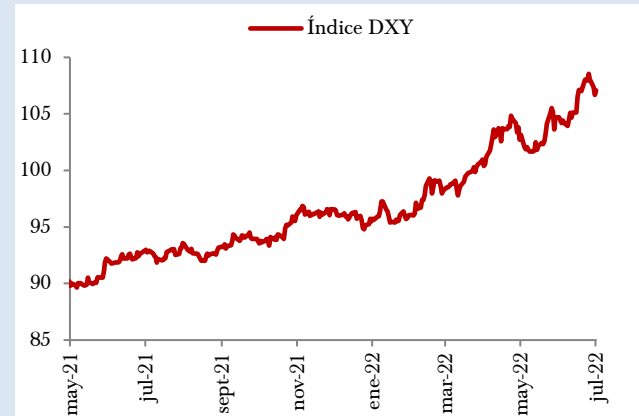
En los mercados financieros, se ha notado un aumento importante en la incertidumbre por las tensiones geopolíticas, reflejada en la volatilidad de las principales bolsas de valores (gráfico III), especialmente en el mes de marzo. Así también, en las primeras semanas de haber iniciado la invasión (al 8 de marzo), se observó una caída de hasta el 11,8% en el índice Euro Stoxx 50¹⁰, con relación al 23 de febrero. Además, el escenario de mayor incertidumbre y presiones inflacionarias derivó en una apreciación del dólar y provocó un aumento en la percepción de riesgo de economías emergentes. En el gráfico III se puede observar las mayores vulnerabilidades percibidas en las economías emergentes (EE) mediante el aumento en la proporción de economías emergentes emisoras de deuda con rendimientos por encima del 10% y spreads por arriba de los 1.000 puntos básicos (p.b.). A su vez, el aumento de las presiones inflacionarias mundiales se explicó principalmente por la suba de precios de *commodities* repercutió en una aceleración de la normalización de la política monetaria en economías avanzadas, endureciendo las condiciones financieras internacionales. Esto afecta principalmente a aquellas economías con altos niveles de deuda y con elevada proporción en moneda extranjera, así como a aquellas que presentan déficits fiscales y déficits en cuenta corriente. Finalmente, las instituciones financieras que tengan vínculos financieros importantes con Rusia también podrían sufrir pérdidas, dadas las dificultades en los pagos de entidades rusas luego de las sanciones financieras implementadas.

Gráfico III Mercados Financieros

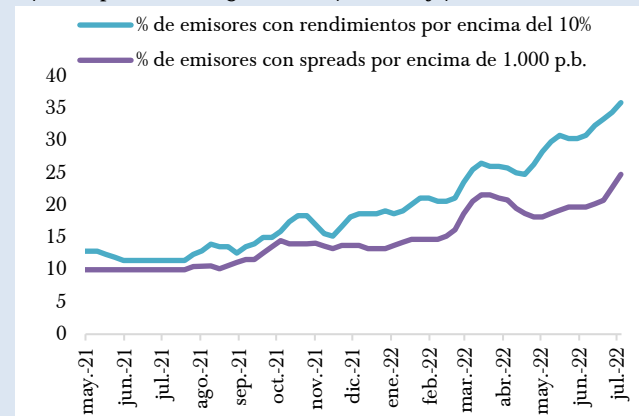
A) Índices de Volatilidad de S&P 500 y Euro Stoxx 50



B) Evolución del Dólar (Índice)



C) Percepción de riesgo en EE* (Porcentaje)



Fuente: Bloomberg y FMI, Perspectivas de la Economía Mundial – Julio 2022

*EE= Economías Emergentes

¹⁰ Índice bursátil de las 50 principales empresas que operan en la Eurozona.

Estimaciones del impacto sobre el PIB y la inflación mundial

En las secciones anteriores se han evidenciado algunos de los principales canales por los cuales la guerra ha afectado al panorama mundial. Para comprender la magnitud de los efectos adversos de la guerra en Ucrania, es importante revisar estimaciones cuantitativas de su impacto sobre la economía mundial y sobre la inflación mundial. Caldara et al (2022)¹¹ midieron los efectos del aumento de riesgos geopolíticos como consecuencia de la invasión rusa, argumentando que estos están históricamente asociados a un impacto negativo sobre la actividad económica. Además, señalan que las guerras destruyen el capital físico y humano, y a su vez y a su vez la incertidumbre en torno a las tensiones geopolíticas afecta la confianza de los consumidores y las decisiones de inversión y de contratación de las empresas, así como también endurecen las condiciones financieras. Utilizando un modelo de vector autorregresivo estructural (SVAR), Caldara et al (2022) encontraron que el aumento de los riesgos geopolíticos observados produce una caída en el Producto Interno Bruto (PIB) mundial, acumulando un impacto negativo de alrededor del 1,7% sobre el producto durante 2022. Asimismo, una suba en los riesgos geopolíticos presiona al alza los precios, generando un incremento de la inflación mundial de 1,3 p.p. para el segundo semestre de 2022.

Por otra parte, Ruta et al (2022)¹² realizan simulaciones con un modelo global de equilibrio general computable (CGE, por sus siglas en inglés) para ilustrar los efectos potenciales de la guerra entre Rusia y Ucrania en los socios comerciales principales, asumiendo un escenario de choque en los precios de *commodities* energéticos, alimenticios y de precios de fertilizantes, restricciones a las exportaciones de productos electrónicos de Rusia y la prohibición de Estados Unidos de importar combustibles fósiles de Rusia. De esta manera, los autores estiman una disminución en el ingreso global del 0,7%, con un efecto mayor en los países de bajos ingresos (1%) y menor en los países de altos ingresos (0,6%).

Referencias

- Banco Mundial (BM) 2022. “*Perspectivas Económicas Mundiales, Junio 2022*,” Washington, DC, BM.
- Caldara, Dario, Sarah Conlisk, Matteo Iacoviello, and Maddie Penn (2022). “*The Effect of the War in Ukraine on Global Activity and Inflation*,” FEDS Notes. Washington, DC, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) 2022. “*Perspectivas de la Economía Mundial, Abril 2022: La guerra retrasa la recuperación*,” Washington, DC, FMI.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) 2022. “*Perspectivas de la Economía Mundial, Julio 2022: Un panorama sombrío y más incierto*,” Washington, DC, FMI.
- Ruta, Michele et al (2022). “*The Impact of the War in Ukraine on Global Trade and Investment*,” Washington, DC, World Bank Group.

¹¹ Caldara, Dario, Sarah Conlisk, Matteo Iacoviello, and Maddie Penn (2022). “The Effect of the War in Ukraine on Global Activity and Inflation,” FEDS Notes.

¹² Ruta, Michele et al (2022). “The Impact of the War in Ukraine on Global Trade and Investment,” World Bank Group.

Recuadro II: Efectos de la sequía y de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre las exportaciones y la inflación

Introducción

En el IPoM de marzo, los pronósticos de crecimiento del PIB y de la inflación para el 2022 fueron modificados sustancialmente con relación al reporte de diciembre de 2021, luego de confirmarse una severa sequía entre finales del 2021 e inicios del 2022 que afectó fuertemente a la producción de soja y a algunos rubros frutihortícolas. Asimismo, el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania fue otro choque que se sumó a partir de finales de febrero, el cual afectó principalmente a la inflación local vía suba de precios de *commodities*.

Este recuadro tiene el objetivo de analizar el impacto de la sequía en las exportaciones de soja y en los precios de las frutas y verduras, como así también, pretende evaluar los efectos de la guerra en las exportaciones a Rusia, en los precios de los alimentos (sin frutas y verduras) y en los precios de los combustibles a nivel local.

Efectos de la sequía y de la guerra sobre las exportaciones

La sequía registrada entre finales del 2021 e inicios del 2022 afectó especialmente a la soja. En diciembre de 2021, se estimaba una producción de soja de 10.630.900 toneladas que, finalmente, luego de la sequía, se redujo a 4.532.103 toneladas, lo que representó una disminución de 57%. En consecuencia, las exportaciones de soja (en volumen) también se frenaron fuertemente, observándose una reducción del 51,3% en el primer semestre del 2022, la caída más importante desde el 2009 (gráfico I). En valores, las exportaciones de soja registraron una variación acumulada de -42,4%, lo cual refleja que los mayores precios de exportación contribuyeron a mitigar, en parte, los efectos de la sequía sobre los ingresos de divisas.

Del total de exportaciones de soja (en volumen), los envíos a Rusia tuvieron una participación promedio de 14% en el último quinquenio (2017-2021). Si se considera solamente los segundos trimestres de cada año, la participación fue de 11,3%. En el 2022, con el inicio de la guerra, se exportó hasta marzo, pero en el segundo trimestre no hubo envíos de soja a Rusia (gráfico II). Por

otra parte, se observó una mayor participación de Argentina, Países Bajos y Brasil, con relación a las cifras del segundo trimestre del año anterior.

Gráfico I
Exportaciones de granos de soja (primer semestre)
Toneladas, variación (%)

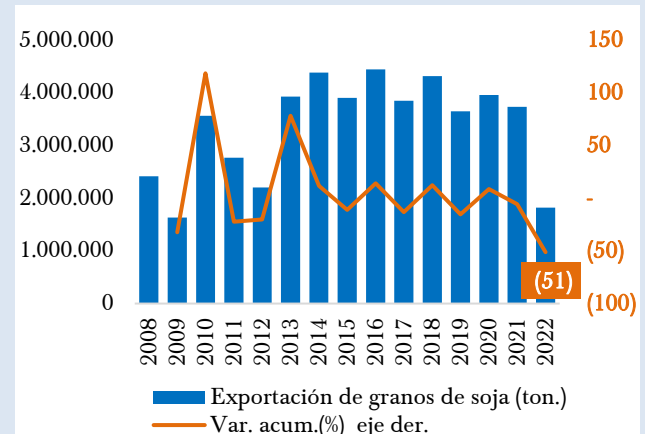
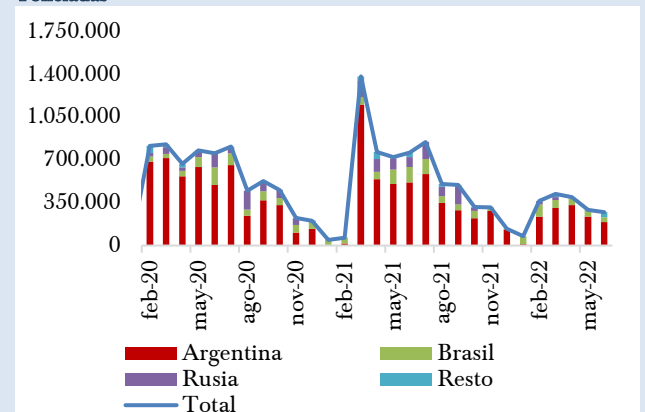


Gráfico II
Exportaciones de soja
Toneladas



Fuente: BCP

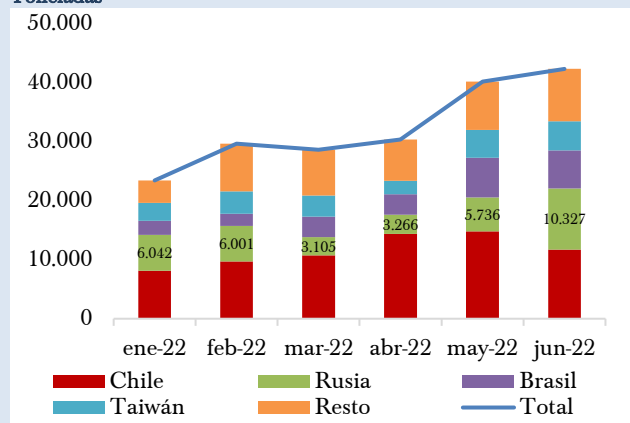
Entre el 2017 y el 2021, Paraguay exportó a Rusia por un valor anual promedio cercano a USD 650 millones (7% del total de las exportaciones registradas). Del total exportado a Rusia, la carne (especialmente carne bovina congelada) representó 50% y la soja 47%.

Una forma de evaluar el impacto de la guerra sobre las exportaciones de carne a Rusia es comparando los niveles de envío observados entre marzo y junio de 2022

(posterior al inicio de la guerra) con el promedio de los últimos años y/o con los niveles registrados en los meses inmediatamente previos al estallido del conflicto. Entre enero de 2020 y febrero de 2022, el volumen mensual promedio de las exportaciones de carne a Rusia fue 6.889 toneladas, mientras que el volumen mensual promedio enviado en los dos primeros meses del 2022 (previo a la guerra) fue 6.022 toneladas.

Posterior al inicio de la guerra, los envíos de carne a Rusia se redujeron significativamente a un promedio de 3.186 toneladas entre marzo y abril de 2022 (-54% con relación al promedio histórico y -47% con respecto al promedio de enero y febrero de 2022). A pesar de esta reducción importante, el total de envíos de carne se mantuvo estable entre marzo y abril, lo que reflejó una recomposición de destinos, especialmente hacia Brasil y Chile (gráfico III). A partir de mayo, las exportaciones de carne a Rusia comenzaron nuevamente a repuntar (5.736 toneladas en mayo y 10.327 toneladas en junio), alcanzando una participación de 24,4% en junio, similar a la participación histórica de Rusia en las exportaciones totales de carne (24,2% entre enero de 2020 y febrero de 2022).

Gráfico III
Exportaciones de carne
Toneladas



Fuente: BCP

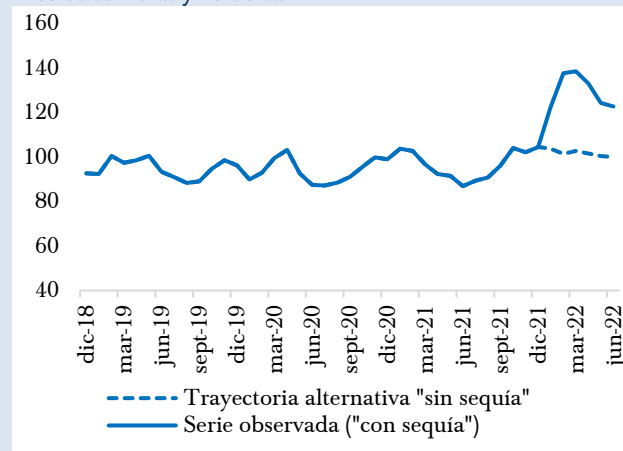
¹³ Es importante aclarar que, además de la sequía local, existen otros factores que pueden influir en los precios de las frutas y verduras en el mercado doméstico, como, por ejemplo, la reducción de las importaciones por sequía en países vecinos o por menores expediciones de la Acreditación Fitosanitaria de Importación (AFIDI). Más detalles sobre la AFIDI en <https://www.senave.gov.py/autorizacion-e-importacion-de-productos-frutihortícolas>

Efectos de la sequía y de la guerra sobre la inflación

En diciembre de 2021, la proyección de inflación para el 2022 fue 4,5%. Esta tasa fue corregida sustancialmente al alza en el IPoM de marzo 2022 a un 8,2%, explicada por la persistencia de los altos precios de *commodities* y que se exacerbó tras la guerra entre Rusia y Ucrania. Además, la severa sequía local incrementó fuertemente los precios de algunos productos frutihortícolas al inicio del año.

En cuanto a los precios de las frutas y verduras, en el gráfico IV puede notarse el significativo repunte del índice desde el mes de enero de 2022, coincidente con el periodo de sequía. Si bien el índice se ha revertido en meses recientes, se mantiene en un nivel elevado con relación al registrado a fines del año 2021. A partir de los datos mensuales observados entre enero 1995 y diciembre de 2021, se proyectó, con un modelo ARIMA, una trayectoria probable -en ausencia del choque climático- del índice de precios de frutas y verduras para el periodo enero a junio de 2022, a la cual se la denominó trayectoria alternativa “sin sequía”¹³.

Gráfico IV
Precios de frutas y verduras



Fuente: BCP

Por otra parte, la guerra entre Rusia y Ucrania alteró significativamente el curso esperado de los precios de los *commodities*. Hasta antes del conflicto, los pronósticos

avizoraban una cierta estabilidad de los precios de los *commodities* relevantes para la inflación local (alimentos y petróleo) a lo largo del 2022 (Tabla I).

Tabla I
Precios de *commodities*

	Observado	Proyección 2022	
	2021	oct-21	abr-22
Trigo (USD/ton)	315	250	450
Maíz (USD/ton)	260	225	310
Soja (USD/ton)	583	585	700
Aceite de soja (USD/ton)	1385	1425	1800
Petróleo Brent (USD/barril)	70,4	74	100

Fuente: Banco Mundial

A su vez, a nivel local, los precios de los alimentos (sin frutas y verduras) comenzaban también a estabilizarse. Entre julio y noviembre del 2021, la variación mensual promedio del índice de precios de alimentos (sin frutas y verduras) fue 1,8%, tasa que se redujo a 0,2% entre diciembre de 2021 y febrero de 2022.

Sin embargo, el panorama cambió drásticamente a partir del inicio de la guerra. En particular, el precio del trigo, del maíz, de la soja, del aceite de soja y del petróleo, se situaron muy por encima de los pronósticos realizados antes del conflicto. En el mismo sentido, en el mercado local, los precios vinculados al trigo (harinas, panificados, etc.), los precios de los aceites y de los combustibles se incrementaron de manera importante a partir de marzo, comportamiento que se reflejó en los índices de precios de alimentos (sin frutas y verduras) y de los combustibles (gráficos V y VI).

Siguiendo la misma metodología como en el caso de las frutas y verduras, se evaluó el impacto de la guerra sobre la inflación local, especialmente por sus efectos sobre los precios de los alimentos (sin frutas y verduras) y de los combustibles a nivel local. Conforme a un modelo ARIMA y, utilizando datos de enero 1995 a febrero de 2022, se proyectaron las series del índice de precios de alimentos (sin frutas y verduras) y del índice de precios de los combustibles para el periodo marzo 2022 a junio 2022, (trayectoria alternativa “sin guerra”) (gráficos V y VI). Las series proyectadas son más estables con relación a los datos observados, lo cual es, en cierta medida, coherente con las proyecciones de precios de *commodities* que se tenían hasta antes del conflicto.

Gráfico V
IPC alimentos (sin frutas y verduras)
Índice

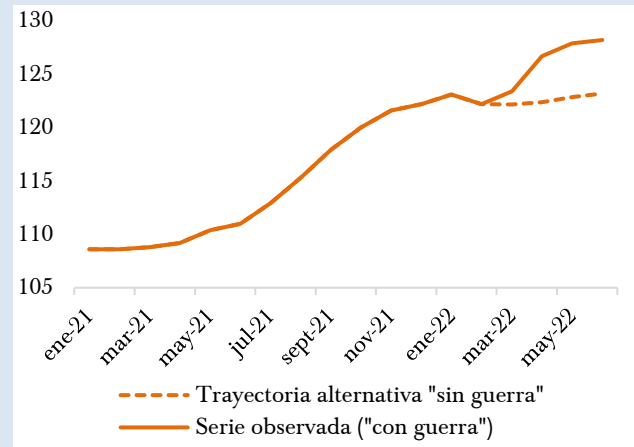
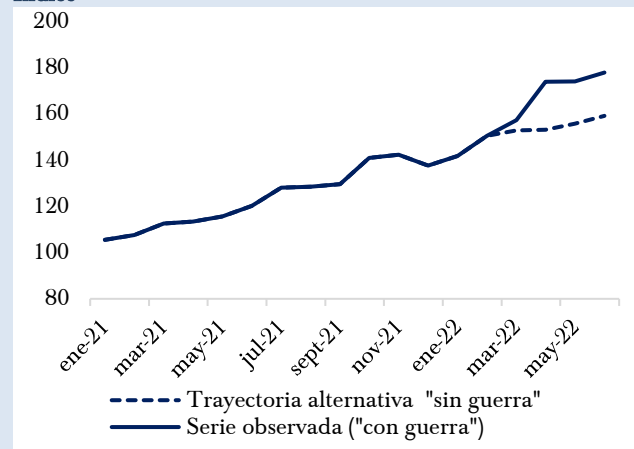


Gráfico VI
IPC combustibles
Índice

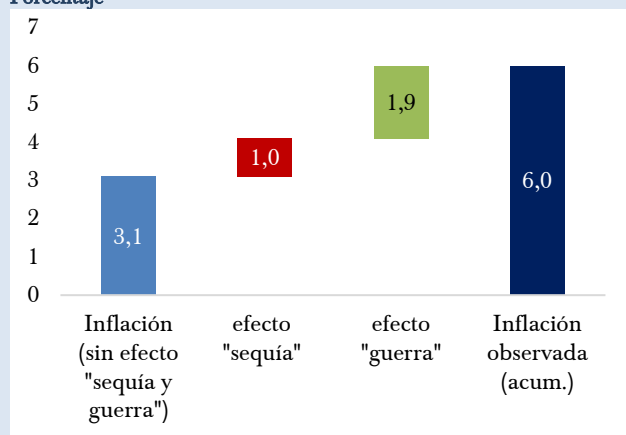


Fuente: BCP

Conforme a los supuestos mencionados previamente para los índices de precios de: i) frutas y verduras; ii) alimentos (sin frutas y verduras); y iii) combustibles, el impacto de la sequía en la inflación acumulada del primer semestre del 2022 (6%) se ubicaría en torno a 1 p.p., mientras que, el impacto de la guerra se situaría en torno a 1,9 p.p.,

sumando de esta manera un efecto conjunto de 2,9 p.p.¹⁴ En otras palabras, sin la sequía y la guerra, la inflación acumulada de la primera mitad del año, en ausencia de otros choques exógenos, podría haberse situado en torno a 3,1% (gráfico VII).

Gráfico VII
Inflación acumulada en el primer semestre del 2022
Porcentaje



Fuente: BCP

Comentarios finales

Conforme a los datos observados, el impacto de la guerra sobre las exportaciones de carne a Rusia se pudo mitigar mediante una reorientación hacia otros mercados (Brasil y Chile, principalmente). Además, los registros muestran que, hacia el cierre del primer semestre, la participación de Rusia se situó nuevamente en torno a los niveles previos a la guerra. En cuanto a la soja, también se observó una recomposición hacia otros mercados (Argentina, Países Bajos y Brasil). Es decir, la caída de las exportaciones totales de soja se explica principalmente por la sequía.

Con respecto a la inflación, luego de cerrar el 2021 con una tasa de 6,8%, se pronosticaba una tasa de 4,5% para el 2022. Sin embargo, una severa sequía a nivel local y el estallido de la guerra entre Ucrania y Rusia, alteraron significativamente el curso previsto para los precios de los alimentos y de los combustibles. Es así como, en la inflación acumulada del primer semestre del 2022 (6,0%), aproximadamente la mitad de esta se explicaría por el efecto de ambos *shocks*.

¹⁴ Teniendo en cuenta algunos de efectos de segunda ronda de los incrementos de precios de alimentos y combustibles sobre determinados precios de servicios, el efecto de la guerra y de la sequía sobre la inflación pudo haber sido incluso más elevado.

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 2022



Federación Rusa y Augusto Roa Bastos
Asunción / Paraguay