

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 entera (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 ¹	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

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

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 (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.