



Resumen ejecutivo

Economía internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han mejorado levemente para el presente año con relación a las presentadas en el IPoM de diciembre de 2022, en un contexto en que las tasas de inflación permanecen elevadas, aunque se han registrado menores presiones inflacionarias en algunos países. Para las principales economías avanzadas se prevé un crecimiento moderado debido a la persistencia de riesgos causados por las turbulencias en el sector financiero, mayores costos de endeudamiento y la incertidumbre ocasionada por el conflicto en Ucrania. Desde el informe anterior, los precios de determinados *commodities* agrícolas se han reducido mientras que las cotizaciones del petróleo crudo han continuado presentando volatilidades en el periodo. La inflación en las principales economías avanzadas permanece elevada y las respectivas autoridades monetarias de los países han seguido ajustando al alza sus tasas referenciales. En la región, las perspectivas económicas para los principales socios comerciales de Paraguay se han mantenido para el 2023, con perspectivas moderadas para el 2024. Por su parte, la inflación se ha atenuado en algunos países de la región y ha continuado elevada en otros, con lo cual, algunos bancos centrales han mantenido sus tasas de política monetaria y otros han seguido con su ciclo de ajustes.

En Estados Unidos, si bien la inflación ha venido desacelerándose, permanece en niveles elevados con respecto a su meta, por lo que la Reserva Federal (Fed) ha continuado con aumentos del rango objetivo de la tasa referencial en su última reunión de marzo, resaltando los eventuales riesgos derivados de los desarrollos recientes en el sistema bancario. Desde el informe anterior, la inflación ha registrado menores tasas y, en marzo, la misma se ubicó en 5,0% interanual, no obstante, aún se encuentra por encima de la meta del 2%. En sus reuniones de febrero y de marzo, la Fed elevó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 p.b., hasta ubicarlo en 4,75% - 5,00%. En cuanto a la actividad económica, en el cuarto trimestre del 2022, el PIB verificó una tasa trimestral anualizada de 2,6%, superando los pronósticos del mercado, principalmente debido a aumentos en la inversión privada en inventario, el gasto del consumidor, la inversión fija no residencial y el gasto público. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector se desaceleró en el primer trimestre del presente año, situándose en zona de contracción en marzo (49,2). No obstante, las perspectivas de crecimiento han sido revisadas al alza para el 2023 de 0,4% a 0,9%.

El Banco Central Europeo (BCE) ha vuelto a elevar sus tasas de interés referenciales en su reunión de marzo, manteniendo la magnitud del ajuste respecto de la reunión previa. Aunque la inflación total ha seguido con una trayectoria descendente se mantiene por encima del valor objetivo. Además, la medida núcleo ha continuado acelerándose. La inflación total se desaceleró en el primer trimestre del 2023 mostrando tasas inferiores en comparación con el promedio del cuarto trimestre del año anterior. Sin embargo, la inflación continúa en niveles elevados, ubicándose en marzo en 6,9% interanual. En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE), en su última reunión, elevó en 50 p.b. los tres tipos de interés oficiales. En cuanto a la actividad económica, en el cuarto trimestre del 2022, el PIB se expandió 1,8% con relación al trimestre anterior, impulsado principalmente por las contribuciones positivas de las exportaciones netas, el gasto para consumo final del gobierno y, en menor medida, por la variación de los inventarios. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantuvo en zona de contracción durante el primer trimestre del año, situándose en un nivel de 47,3 en marzo. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento para el 2023, se han corregido al alza de -0,1% presentado en el IPoM anterior a una expansión del PIB de



0,5%, a pesar de la prolongación de la guerra en Ucrania y el endurecimiento de las condiciones financieras.

En China, se ha observado una mejora en la perspectiva de crecimiento para el año 2023, tras la finalización de las medidas restrictivas impuestas en el marco de la COVID-19. El PIB, al cierre del cuarto trimestre del 2022, creció 2,9% interanual acorde con lo esperado en el IPoM anterior y por debajo de lo registrado en el tercer trimestre. Este comportamiento de la actividad económica se debe, por un lado, a la política de tolerancia cero a la COVID-19, la cual finalizó en diciembre y, por otro lado, a las dificultades prevalecientes en el mercado inmobiliario. En marzo del 2023, el PMI manufacturero registró un nivel neutral (50,0), por debajo de 51,6 observado en febrero. No obstante, la estimación de crecimiento para la economía china se ajustó al alza para el año corriente en 0,4 puntos porcentuales (p.p.), respecto de la estimación previa. Así, la perspectiva de crecimiento se ubica en 5,3% anual, ya que se espera que el fin de los confinamientos estimule una pronta recuperación económica.

En Brasil, los pronósticos de crecimiento para 2023 se han mantenido acotados, aunque con un leve ajuste al alza en el margen, mientras que la inflación ha continuado desacelerándose. En el cuarto trimestre del año anterior, se verificó una contracción del 0,2% del PIB con relación al trimestre anterior ante las incidencias negativas de la formación bruta de capital fijo y las actividades industriales. En el primer trimestre del 2023, se resalta el deterioro observado en el PMI del sector manufacturero, que se ubicó en zona de contracción (47,0%) por caídas en la producción, en los nuevos pedidos y en las ventas al exterior, debido a la incertidumbre económica y política que restringieron los gastos de los clientes y las condiciones económicas más duras a nivel internacional. No obstante, las previsiones de crecimiento para 2023 se revisaron al alza de 0,8% a 0,9%, principalmente explicado por un buen desempeño del sector servicios. Por otra parte, la inflación interanual se ha desacelerado significativamente debido, en gran parte, a la reducción de los precios en el rubro transporte, registrando una tasa de 4,7% en marzo (5,8% en diciembre). Desde el informe anterior, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil ha mantenido la tasa SELIC en 13,75% anual.

En Argentina, el pronóstico de crecimiento para el 2023 apunta a una contracción de la economía, al tiempo que la inflación ha continuado aumentando. El PIB del cuarto trimestre del 2022 creció 1,9% interanual, por encima de lo esperado, impulsado principalmente por el sector terciario. En el primer trimestre de este año, los indicadores de corto plazo de actividad económica y de producción del sector manufacturero registraron comportamientos mixtos. Para el 2023, se sigue previendo un escenario externo más complejo, en un contexto de alta incertidumbre sobre el panorama político interno, con lo cual el pronóstico de crecimiento del PIB se revisó a la baja en 1,1 p.p., comparado con la proyección previa, situándose en -0,4% anual. En cuanto al nivel de precios, la inflación interanual siguió acelerándose, situándose en 104,3% en marzo (94,8% en diciembre). Luego de un periodo de mantención de su tasa de referencia, el Banco Central de la República Argentina (BCRA), en su reunión de febrero, elevó la tasa mínima de las LELIQ a 78,0%.

Coyuntura doméstica y política monetaria

Desde el último IPoM, la inflación total y sus distintas medidas de tendencia, en términos interanuales, han seguido con una trayectoria a la baja, sin embargo, en términos mensuales, han registrado un leve aumento. La inflación interanual promedio del primer trimestre del 2023 fue 7,0%, inferior al correspondiente al cuarto trimestre del año pasado (8,2%). En términos mensuales, la inflación promedio,



en los mismos periodos, verificó un incremento, pasando de 0,3% a 0,7%. Este aumento se explicó por las subas de precios registrados en los rubros de alimentos, en el servicio de suministro de energía eléctrica (por la finalización del acuerdo entre las entidades Itaipú y Ande vigente hasta diciembre de 2022) y en los bienes y servicios relacionados a la educación típicamente ajustados al inicio de las actividades educativas. Por otro lado, los indicadores de tendencia de la inflación (subyacente, subyacente X1 y núcleo) promediaron, en el primer trimestre, tasas interanuales de 7,6%, 7,1% y 6,1%, respectivamente (7,8%, 7,1% y 6,2% en el cuarto trimestre del 2022). Adicionalmente, se ha observado una menor difusión de la inflación en los primeros meses del año.

En el cuarto trimestre del 2022, el PIB registró un crecimiento interanual de 1,7%, con lo cual se completó dos trimestres consecutivos de recuperación de la economía luego de un primer y segundo trimestre con tasas interanuales negativas por el fuerte impacto de la sequía. El resultado positivo se explicó por el resultado favorable de la agricultura, principalmente de la soja, conforme a las últimas estimaciones de la campaña agrícola 2022/2023, así como por los desempeños positivos de la generación de energía eléctrica, la ganadería y los servicios. Las manufacturas y las construcciones, en cambio, mostraron una reducción interanual. Por el lado del gasto, la expansión del PIB se explicó por la incidencia positiva de la demanda externa (5,3 p.p.) debido a la dinámica favorable de las exportaciones y la reducción de las importaciones, mientras que la demanda interna registró una incidencia negativa (-3,6 p.p.) explicada por la reducción registrada en la formación bruta de capital. Con este resultado, el PIB en el 2022 acumuló una variación de 0,1%.

Durante el primer cuatrimestre del 2023, el Comité de Política Monetaria (CPM) decidió mantener la TPM en 8,50%. El Comité ha decidido, en base a un análisis prospectivo, mantener la tasa de referencia en el mismo nivel considerando que la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria está sujeta a eventuales riesgos que podrían derivarse de un panorama de elevada incertidumbre. En las últimas reuniones, esta incerteza se ha originado en los cambios constantes de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial para el 2023, señalándose incluso probabilidades de una recesión mundial, en la volatilidad de los precios de *commodities*, principalmente de los precios del petróleo, y en las tensiones recientes en el mercado financiero internacional en economías avanzadas, que han tenido que adoptar medidas con el fin de preservar la estabilidad de sus sistemas financieros. Con respecto a la evolución reciente de los precios externos, las tasas de inflación interanual de los Estados Unidos y de la Eurozona han seguido moderándose, aunque las medidas de inflación tendencial mensual anualizadas continúan mostrando resultados por encima de los objetivos de inflación de los bancos centrales. En este escenario, se prevé que la inflación externa se mantenga en niveles elevados durante el 2023, con lo cual el mercado espera que las autoridades monetarias de estas economías mantengan un perfil de política monetaria contractivo hasta finales del año. En la región, algunos bancos centrales han continuado elevando sus tasas de política monetaria, mientras que otros han decidido mantenerlas. Por su parte, con respecto a sus pronósticos de inflación, algunos han realizado una revisión al alza. En el ámbito local, la inflación total ha venido mostrando una trayectoria descendente desde hace varios meses. Además, las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria se han mantenido en la meta de 4%.

Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB se mantuvo en 4,5%, no obstante, se registraron cambios en algunos sectores económicos. El repunte en el crecimiento económico estimado para el 2023 se encuentra explicado por la recuperación de la agricultura y de los sectores vinculados a la misma, tras un magro desempeño en el 2022, así como por una mayor generación de energía eléctrica por parte de las



binacionales, en línea con las buenas condiciones climáticas registradas y las perspectivas favorables para los próximos meses. Asimismo, se espera un buen dinamismo del sector terciario, principalmente comercio y otros servicios. De esta forma, el escenario base contempla un crecimiento del PIB para el 2023 que se mantiene similar a la última proyección de 4,5% realizada en diciembre de 2022, aunque se han registrado algunos cambios en las proyecciones de algunos sectores (tabla A). En particular, la mejora en el caudal hídrico del Río Paraná y las expectativas de una mayor producción de energía eléctrica permitió una revisión al alza en la proyección de electricidad y agua pasando de un 4,8% a un 7,9%. Esta mejora se encuentra atenuada por una corrección a la baja en las construcciones (de 0,5% a -2,6%), debido a un menor ritmo en la ejecución de obras tanto públicas como privadas. En el sector primario, si bien el crecimiento para la agricultura se mantuvo sin cambios (30%), la ganadería se revisó ligeramente a la baja de un 2,3% a un 1,9%, debido a un menor faenamiento esperado del ganado bovino, contrarrestado por una mayor producción de otras carnes (cerdos y aves). En cuanto al sector terciario, se espera una expansión levemente superior (de 3,2% a 3,3%) respecto a la proyección anterior, destacándose la dinámica positiva en restaurantes y hoteles. Desde la perspectiva del PIB por el lado del gasto, se prevé un mayor dinamismo de la demanda externa neta, impulsado por una revisión al alza en las exportaciones (de 12,4% a 18,3%) (tabla B). Los factores que contribuyeron en este cambio son una mayor exportación estimada de energía eléctrica, el buen dinamismo observado en las maquilas y un ajuste al alza en las reexportaciones. Con relación a la demanda interna, se espera una incidencia negativa de la inversión, compatible con la trayectoria prevista para el sector de la construcción e importaciones de maquinarias y equipos por debajo de lo anticipado, aunque atenuada por un crecimiento en el consumo tanto público como privado. La mejora en la confianza de los consumidores, en línea con el repunte de los indicadores de actividad y la desaceleración de la inflación, sustentan el ajuste al alza en el consumo privado de un 2,8% a un 3,2%.

La proyección de la inflación para el cierre de 2023 se ajustó al alza respecto al IPoM anterior, de 4,1% a 4,5%. Este ajuste en la proyección de la inflación está explicado por una persistencia mayor a la prevista en los precios de los alimentos y por la depreciación del guaraní, particularmente registrada a inicios del año, que elevó los precios de los productos importados. Al mismo tiempo, la mayor incertidumbre respecto a potenciales nuevos choques externos y los eventuales ajustes en los costos de producción interna, elevaron la variabilidad de los pronósticos de la inflación. De este modo, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación continuaría su proceso de desaceleración -aunque a un ritmo más moderado de lo previsto, e iría convergiendo hacia el centro del rango meta del 4% hacia inicios del año que viene, manteniéndose en torno a ese nivel hasta finales del 2024 (tabla C).



Tabla A
Crecimiento sectorial del PIB
Variación anual, porcentaje

	2022	2023(f)	2023(i)
Sector Primario	-8,7	19,9	1,8
Agricultura	-12,7	30,0	1,8
Ganadería	-0,3	1,9	0,0
Sector Secundario	0,4	2,2	0,7
Manufactura	0,1	2,0	0,4
Construcción	-4,3	-2,6	-0,2
Electricidad y Agua	6,8	7,9	0,5
Sector Terciario	1,6	3,3	1,6
Gobierno General	-0,5	3,7	0,3
Comercio	3,4	3,2	0,4
Otros Servicios ¹	1,6	3,2	0,9
Impuestos	0,5	4,0	0,3
PIB a precios de mercado	0,1	4,5	4,5
PIB sin agricultura, ni binacionales	0,7	2,5	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla B
Crecimiento económico y cuenta corriente
Variación anual, porcentaje

	2022	2023 (f)
PIB	0,1	4,5
Demanda Interna	2,5	-0,9
Formación bruta de capital	7,1	-12,6
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-2,5
Consumo total	1,0	3,0
Consumo privado	2,2	3,2
Consumo público	-5,7	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	-1,6	18,3
Importaciones de bienes y servicios	5,6	1,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	0,2
FBKF (% del PIB nominal)	21,8	21,1

(f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tabla C: Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2022	2023(f)	2024(f)	2025(f)
Inflación IPC diciembre (*)	8,1	4,5	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	7,9	4,3	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección realizada con datos al mes de marzo de 2023.

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

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2025

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Escenarios de riesgos

En el entorno internacional, persiste un escenario complejo y un panorama de mayor incertidumbre. Esto podría afectar las perspectivas económicas y la inflación mundial. Las recientes turbulencias que se han desatado en el sistema financiero de algunas economías avanzadas, de persistir, podría representar un riesgo a las condiciones financieras mundiales que podría deteriorar el crecimiento económico global. No obstante, este escenario implicaría menores presiones sobre la inflación, lo cual condicionaría el actual perfil restrictivo de política monetaria de los bancos centrales. Por otro lado, la reapertura de la economía China podría generar una mayor demanda de *commodities*, que, combinado con restricciones de oferta, por una intensificación de la guerra entre Rusia y Ucrania que continua latente, podría presionar al alza los precios de las materias primas. En este escenario, una inflación externa más persistente a la esperada podría retrasar la convergencia de la inflación doméstica a la meta. Por otro lado, en términos de crecimiento, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento global podría impactar negativamente en la dinámica de la actividad por una menor demanda externa. No obstante, esto podría

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



ser atenuado por mayores ingresos por exportaciones de *commodities* debido a mayores precios a los esperados en el IPoM anterior.

En la región se espera una desaceleración del crecimiento en comparación al año pasado. Además, se pronostica una inflación que superará la meta establecida por los bancos centrales. La actividad económica regional mostraría un crecimiento más moderado debido, en parte, a condiciones financieras externas más restrictivas y términos de intercambios menos favorables a los observados en años recientes. En cuanto a la inflación, si bien se ha observado una desaceleración interanual en algunos países de la región, aún se encuentra por encima de los objetivos de política monetaria. Al respecto, los bancos centrales han comunicado que mantendrán un perfil de política restrictivo hasta asegurar que la evolución de los precios sea consistente con el cumplimiento de sus metas de inflación. En Brasil, se ha registrado un menor pesimismo en los índices de confianza empresarial y del consumidor a finales del primer trimestre, aunque persiste la incertidumbre derivada del entorno internacional, de los costos de financiamiento doméstico elevados y del avance de las reformas anunciadas en el sector fiscal. En cuanto a Argentina, las perspectivas de crecimiento han empeorado, mientras que la inflación continúa acelerándose. Además, persiste la incertidumbre con respecto al cumplimiento de las metas del programa con el Fondo Monetario Internacional. Dado este panorama, un crecimiento menor al esperado de los principales socios comerciales regionales podría debilitar las expectativas de crecimiento para este año por una menor demanda externa.

En el plano local, los riesgos para la actividad económica se derivan principalmente de la evolución del clima. En los últimos meses, las condiciones climáticas han sido favorables, beneficiando a los cultivos de soja, maíz y trigo. Sin embargo, existe la probabilidad de ocurrencia del fenómeno climático (“el niño”) en los próximos meses, que, en caso de materializarse, tendría sus implicancias sobre la actividad económica, en especial sobre el sector de la construcción y la ganadería. Adicionalmente, en los últimos meses se han manifestado inconvenientes administrativos que podrían afectar al transporte de los productos comercializados, lo cual podría impactar negativamente en el valor de dichos productos. Finalmente, se sigue observando una mayor volatilidad de la inflación respecto a periodos de prepandemia, lo cual representa un factor de riesgo para la trayectoria de la inflación esperada. Así mismo, durante el año se prevé ajustes del salario mínimo que podría ejercer presiones adicionales sobre la inflación durante el año.