



## Resumen ejecutivo

### Economía internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han mejorado para el presente año con relación a las presentadas en el IPoM de marzo. Por otro lado, la inflación se ha moderado y, como consecuencia, se espera una menor tasa de inflación para el cierre de 2023. En Estados Unidos, la Eurozona y China se prevé una mejora en las perspectivas de crecimiento con respecto a las señaladas en el informe anterior, debido a las reducciones de los riesgos financieros provocados por las turbulencias ocurridas en dicho sector, el dinamismo del sector servicios y la recuperación más rápida de la demanda en China, respecto de lo esperado. Desde el IPoM anterior, los precios de los *commodities* agrícolas han mostrado comportamientos mixtos, mientras que la cotización del petróleo crudo ha continuado reduciéndose. Por su parte, la inflación en las principales economías avanzadas ha seguido mostrando señales de moderación, aunque aún se ubica por encima de sus metas inflacionarias, por lo que las autoridades monetarias de estos países han seguido ajustando al alza sus tasas referenciales. En la región, las perspectivas económicas para los principales socios comerciales de Paraguay, con excepción de Argentina, han mejorado para el 2023, con perspectivas moderadas para el 2024. Por su parte, la inflación se ha desacelerado en la mayoría de los países de la región. No obstante, sus medidas de inflación núcleo continúan elevadas, por lo que los bancos centrales continuaron manteniendo una política monetaria contractiva.

En Estados Unidos, si bien la inflación ha continuado desacelerándose, permanece por encima de su objetivo de mediano plazo, por lo que la Reserva Federal (Fed) elevó el rango objetivo de la tasa referencial en su reunión de mayo, lo mantuvo en su reunión de junio y lo volvió a subir en su reunión de julio. Desde el informe anterior, la variación interanual del índice de precios ha registrado menores tasas y, en junio, la inflación se ubicó en 3,0%, no obstante, aún se encuentra por encima de la meta del 2%. Así, la Fed elevó el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 25 p.b. ubicándola en el rango de 5,00% - 5,25% en su reunión de mayo, manteniendo el mismo rango en junio y elevando nuevamente el rango objetivo en 25 p.b. en su reunión de julio, situándola en el rango 5,25% - 5,50%, un máximo en 22 años. En cuanto a la actividad económica, en el primer trimestre de 2023, el PIB verificó una tasa trimestral anualizada de 2,0%, superando los pronósticos del mercado, principalmente debido a aumentos en el gasto del consumidor, las exportaciones, la inversión fija residencial y el gasto público. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero han mostrado que el sector permanece en zona de contracción en el segundo trimestre, situándose en 46,3 en junio. No obstante, dado el mayor dinamismo registrado en el sector servicios, las perspectivas de crecimiento fueron revisadas al alza para el 2023, de 0,9% a 1,3%.

En la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) continuó elevando sus tasas de interés referenciales en su reunión de julio, manteniendo la magnitud del ajuste de 25 p.b. respecto de la reunión previa. La inflación total se desaceleró en el segundo trimestre de 2023 mostrando tasas inferiores en comparación con el promedio del primer trimestre del año, no obstante, se mantiene por encima del valor objetivo (5,5% interanual en junio), mientras que



la medida de inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, se ha mantenido más persistente. En cuanto a la actividad económica, en el primer trimestre de 2023, el PIB se expandió 1,0% interanual, impulsado principalmente por las contribuciones positivas de las exportaciones netas y, en menor medida, por el gasto para consumo final de los hogares y la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantuvo en zona de contracción durante el segundo trimestre, situándose en un nivel de 43,6 en junio. Sin embargo, dado el buen desempeño reciente del sector servicios, la perspectiva de crecimiento del PIB para el 2023 se ha corregido levemente al alza, de un 0,5% presentado en el IPoM anterior, a una expansión de 0,6% en el presente informe.

**En China, se ha observado una mejora en la perspectiva de crecimiento para el año 2023, impulsada por el sector servicios tras la finalización de las medidas restrictivas impuestas en el marco de la COVID-19.** El PIB creció 4,5% interanual al cierre del primer trimestre de 2023, superando las estimaciones del mercado (4,0% interanual) y por encima del verificado en el cuarto trimestre de 2022 (2,9% interanual). Este comportamiento de la actividad económica se debe al fortalecimiento del sector servicios, favorecido por la finalización de la política de tolerancia cero a la COVID-19. En junio del 2023, el PMI manufacturero se ubicó en zona de expansión (50,5), aunque por debajo de la cifra registrada en mayo (50,9). No obstante, con la mejora del sector servicios, la estimación de crecimiento para la economía China para el 2023 se ha revisado al alza hasta un 5,5%, 0,2 puntos porcentuales (p.p.) por encima del reportado en el IPoM anterior.

**En Brasil, los pronósticos de crecimiento para el 2023 se han ajustado al alza, mientras que la inflación ha continuado desacelerándose.** En el primer trimestre, se verificó una expansión del 1,9% del PIB con relación al trimestre anterior, explicada por las incidencias positivas del consumo de los hogares y el gasto del gobierno. En el segundo trimestre se resalta el deterioro observado en el PMI del sector manufacturero, que se ubicó en zona de contracción (46,6), por caídas en los nuevos pedidos y en las ventas al exterior debido a las condiciones de demanda interna más restrictiva y a un menor dinamismo del comercio internacional de bienes. No obstante, las previsiones de crecimiento para el 2023 se revisaron al alza, de 0,9% a 2,1%, explicado, principalmente, por un buen desempeño de los sectores primario y terciario. Por otra parte, la inflación interanual se ha desacelerado significativamente, situándose en junio en 3,2% (4,7% en marzo) debido, en gran parte, a la reducción de los precios en el rubro transporte. No obstante, la medida de inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, continúa por encima de la inflación total, ubicándose en junio en 6,9% interanual (8,6% en marzo). En línea con esta persistencia registrada en la inflación desde el IPoM anterior, el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil continúa manteniendo 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 primer trimestre del 2023 creció 1,3% interanual, aunque por debajo de lo esperado, impulsado principalmente por la industria manufacturera y por la minería, a pesar del desempeño del sector agropecuario que se contrajo por segundo trimestre consecutivo. En el segundo trimestre de este año, los indicadores de corto plazo de actividad económica y de producción del sector manufacturero



registraron comportamientos mixtos. Sin embargo, se espera que en este trimestre se concentre el impacto transitorio de la sequía sobre el PIB, aunque se estima que la actividad de los sectores no agropecuarios considerados en conjunto continúe en aumento. Para el tercer trimestre se prevé un repunte de la actividad agropecuaria debido al doble efecto del rebote por la contabilización de la producción agrícola y la reversión climática, que asegura buenas condiciones de humedad en los suelos en el comienzo de las actividades de siembra con vistas a la próxima campaña agrícola. Para el 2023, dado el contexto de alta incertidumbre sobre el panorama político interno y la situación de inestabilidad macroeconómica que persiste, el pronóstico de crecimiento del PIB se revisó a la baja, en 1,8 p.p. con relación a la proyección anterior, situándose en -2,2% anual. En cuanto al nivel de precios, la inflación interanual ha seguido acelerándose, situándose en 115,6% en junio (104,3% en marzo). Así, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha continuado el ciclo de subas de la tasa de interés LELIQ, ubicándola en 97,0% anual.

## Coyuntura doméstica y política monetaria

**Desde el último IPoM, la inflación total y las distintas medidas de tendencia han seguido con una trayectoria descendente tanto en términos interanuales como mensuales.** El promedio de la inflación interanual del segundo trimestre del 2023 fue 4,9%, inferior al correspondiente al primer trimestre (7,0%). En términos mensuales, la inflación promedio para el mismo periodo mostró un descenso, pasando de 0,7% a 0,0%. Esta disminución se explicó, principalmente, por la reducción de precios en la agrupación de transporte, específicamente en los combustibles. También influyeron, aunque en menor medida, las bajas en los precios de algunos rubros alimenticios. Similarmente, los indicadores de tendencia de la inflación (subyacente, subyacente X1 y núcleo) mostraron menores tasas interanuales durante el segundo trimestre (5,1%, 6,3% y 5,1%, respectivamente) con relación al primer trimestre del 2023 (7,6%, 7,1% y 6,1%, respectivamente). Adicionalmente, se registró una menor difusión de la inflación en el segundo trimestre del año respecto al trimestre anterior.

**En el primer trimestre del 2023, el PIB mostró un crecimiento interanual de 5,2%, en línea con las proyecciones para el cierre del año.** Por el lado de la oferta, el resultado se explicó principalmente por el desempeño favorable de la agricultura, de la generación de energía eléctrica, y en menor medida, por los resultados positivos de la ganadería y los servicios. Atenuaron este incremento interanual, la caída de los sectores de la construcción y la manufactura. Por el lado del gasto, la expansión del PIB se explicó por la incidencia positiva de la demanda externa debido a la dinámica favorable de las exportaciones, mientras que, la demanda interna registró una incidencia negativa, explicada por la reducción en la formación bruta de capital.

**Durante el segundo trimestre del 2023, el Comité de Política Monetaria (CPM) decidió mantener la TPM en 8,50%.** El Comité ha decidido mantener la tasa de referencia en el mismo nivel, considerando que, si bien la inflación ha continuado desacelerándose, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria sigue sujeta a eventuales riesgos que podrían derivarse de un panorama de elevada incertidumbre, principalmente del entorno internacional. 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 han continuado mostrando resultados por encima de los objetivos de inflación de los bancos centrales. En este escenario, se sigue previendo que la inflación externa se mantenga en niveles elevados durante el 2023, con lo cual el mercado continúa esperando 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. En el ámbito local, la inflación total ha venido mostrando una trayectoria interanual descendente desde el último informe, ubicándose desde abril de 2023 dentro del rango meta y desde la medición de junio, cerca del centro. Además, desde el IPoM de marzo la mediana de las expectativas de inflación para el 2024 y para el horizonte de política monetaria se ha mantenido en la meta del 4%.

## Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

**En el escenario base, el pronóstico de crecimiento del PIB para el 2023 se mantuvo en 4,5%, pero con algunas recomposiciones. Por el lado de la oferta, se registraron cambios en algunos sectores económicos respecto al informe anterior, en tanto que, por el lado del gasto, se estima una mayor incidencia positiva de la demanda externa.** Conforme a lo mencionado en el informe anterior, el crecimiento del PIB proyectado para el 2023 sigue siendo explicado, principalmente, por la recuperación de la agricultura y de los sectores vinculados a la misma, así como por una mayor generación de energía eléctrica por parte de las binacionales. Asimismo, se espera un buen dinamismo del sector terciario, particularmente servicios a las empresas y restaurantes y hoteles. Si bien en el escenario base de proyección el crecimiento económico para el 2023 se ubicaría en 4,5%, igual al publicado en el IPoM de marzo, se han verificado cambios en las proyecciones para algunos sectores (Tabla A). En particular, se ha observado una producción de electricidad por encima del anticipado en la revisión anterior, lo que ha permitido un ajuste al alza en la proyección de “electricidad y agua” de un 7,9% a un 10,3%. Por su parte, se registra una revisión a la baja en el sector de las construcciones (de -2,6% a -4,0%), debido a un menor ritmo en la ejecución de obras tanto públicas como privadas respecto al esperado en el IPoM anterior. En el sector primario, el crecimiento para la agricultura se mantuvo sin cambios (30%), mientras que la ganadería se revisó a la baja, pasando de un 1,9% a un 0,9%, sustentado en un ritmo de faenamiento del ganado bovino inferior al anticipado en el informe de marzo. La menor producción de carne con relación a la anticipada explica, a su vez, el ligero ajuste a la baja en la industria manufacturera (de 2,0% a 1,7%). En cuanto al sector terciario, se estima que el comercio mostraría una expansión levemente inferior (de 3,2% a 2,9%), explicada por los menores márgenes comerciales aportados por la manufactura. Los otros servicios mantienen la proyección del 3,2% publicada en el informe anterior. Desde la perspectiva del PIB por el lado del gasto, se prevé un mayor dinamismo de la demanda externa neta, impulsado principalmente por una revisión al alza en las exportaciones de bienes y servicios, de 18,3% a 19,1% (Tabla B). Este ajuste se explica por los mayores valores de exportación proyectados para los granos de soja, los servicios de transformación (maquila) y el transporte (servicios de fletes brindados por residentes al resto del mundo). Por su parte, las importaciones también se ajustaron al alza, pasando de un 1,0% a un 1,5%, en línea con los datos recientes que muestran mayores importaciones de maquinarias y equipos vinculados con la agricultura



respecto a lo anticipado en la revisión anterior. Con relación a la demanda interna, se espera una contracción mayor de la formación bruta de capital fijo, con un ajuste a la baja de -2,5% a -3%, debido a la mayor caída esperada del sector de la construcción, aunque atenuada por la corrección al alza en la proyección de la importación de maquinarias y equipos. En cuanto al consumo privado y público, se estiman crecimientos de 3,2% y 2,4%, respectivamente, similares a los pronósticos del informe al anterior.

**La proyección de inflación para el cierre del 2023 se ajustó de 4,5% a 4,1%, mientras que, para el 2024 y para el horizonte de política monetaria, el pronóstico se mantuvo en 4%.** El ajuste a la baja en la proyección de la inflación del corriente año se debió, principalmente, a una desaceleración de la inflación mayor a la prevista durante el segundo trimestre, situación que redujo el punto de partida para las proyecciones de mediano plazo. Esta moderación mayor a la esperada en los precios domésticos se explica por la reducción en la cotización internacional de los principales *commodities*, tanto agrícolas como petróleo, lo cual contribuyó a mitigar las presiones al alza de los precios de los alimentos y de los combustibles, este último incluso con variaciones negativas en los últimos meses. Adicionalmente, la mayor estabilidad del tipo de cambio nominal con respecto al observado en el trimestre anterior permitió una menor presión sobre los precios de los bienes importados. En ese sentido, al considerar los supuestos más probables sobre el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas internas y externas, la inflación interanual continuaría su proceso de desaceleración e iría convergiendo hacia el centro del rango meta del 4% en los próximos meses, manteniéndose en torno a ese nivel hasta finales del 2024 y en el horizonte de política monetaria (Tabla C).

**Si bien ciertos riesgos continúan latentes, principalmente en el plano internacional, estos recientemente se han mitigado en el margen respecto al IPoM anterior.** Es importante resaltar que durante varios trimestres se ha mantenido una tasa de política monetaria (TPM) con un perfil restrictivo. Esta estrategia de política monetaria ha contribuido a la desaceleración de la inflación, ubicándose en junio cerca del centro del rango objetivo. En línea con este comportamiento reciente, se ha revisado a la baja la proyección de inflación para el año 2023. Aunque persisten posibles riesgos que podrían afectar la convergencia hacia la meta, especialmente los del entorno internacional, estos riesgos se han mitigado en el margen. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (CPM) continuará vigilando de cerca el entorno local e internacional y sus implicancias en las perspectivas de inflación, con el fin de tomar las medidas más adecuadas para garantizar el anclaje de las expectativas y el logro del cumplimiento de la meta del 4% en el horizonte de política monetaria.


**Tabla A. Crecimiento sectorial del PIB. Variación anual, porcentaje.**

	2022	2023(f)	2023(i)
<b>Sector Primario</b>	<b>-8,7</b>	<b>19,7</b>	<b>1,8</b>
Agricultura	-12,7	30,0	1,8
Ganadería	-0,3	0,9	0,0
<b>Sector Secundario</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>
Manufactura	0,1	1,7	0,3
Construcción	-4,3	-4,0	-0,3
Electricidad y Agua	6,8	10,3	0,7
<b>Sector Terciario</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>
Gobierno General	-0,5	3,7	0,3
Comercio	3,4	2,9	0,3
Otros Servicios	1,6	3,2	0,9
Impuestos	0,5	4,0	0,3
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
PIB sin agricultura, ni binacionales	0,7	2,3	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

**Tabla B. Crecimiento económico y cuenta corriente. Variación anual, porcentaje.**

	2022	2023 (f)
<b>PIB</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>2,5</b>	<b>-1,0</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>7,1</b>	<b>-13,0</b>
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-3,0
<b>Consumo total</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>
Consumo privado	2,2	3,2
Consumo público	-5,7	2,4
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>-1,6</b>	<b>19,1</b>
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>5,6</b>	<b>1,5</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	0,4
FBKF (% del PIB nominal)	21,8	20,9

(f) Proyección, (i) Incidencia

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	4,1	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	7,9	4,0	4,0	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

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

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

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

Fuente: Banco Central del Paraguay



## Escenarios de riesgos

**En el entorno internacional persiste la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas, la inflación mundial y los conflictos internacionales.** La mejora en las perspectivas de crecimiento para el 2023 con respecto al IPoM anterior implicaría una mejora en la demanda externa. Sin embargo, un perfil de política monetaria mucho más contractivo por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, debido a una inflación mucho más persistente a la anticipada, implicaría condiciones financieras internacionales más restrictivas por un periodo más prolongado, que podrían afectar las previsiones de crecimiento. Las tasas de interés más altas también podrían tener un impacto negativo en los flujos de capitales hacia las economías emergentes, depreciaciones de sus monedas y presiones sobre las cuentas fiscales, especialmente de aquellos países con altos niveles de deuda expresadas en moneda extranjera. La continuidad del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania genera incertidumbre en los precios de algunos *commodities*. Un hecho reciente es la suspensión del acuerdo de exportación de granos por el mar Negro que podría presionar al alza los precios de los alimentos. Por otro lado, también podría implicar una mejora en la relación de intercambio de los países exportadores de *commodities* agrícolas. Adicionalmente, el acuerdo de la OPEP+ de reducir la producción del petróleo y la reducción del inventario de crudo en Estados Unidos, podrían continuar ejerciendo presiones sobre el precio de los combustibles.

**En la región, se ha incrementado la incertidumbre con respecto al inicio de recorte de tasas de política monetaria, al tiempo que el crecimiento se mantiene moderado con respecto al 2022.** En Brasil, si bien la inflación total se ha reducido, el Banco Central de Brasil (BCB) ha manifestado que las proyecciones de inflación aún se mantienen por encima de la meta, por lo que podría postergarse el inicio del proceso de recortes de la tasa Selic de política monetaria. En cuanto a Argentina, las medidas para contener las presiones sobre el mercado cambiario y la expectativa acerca de los resultados de las elecciones presidenciales condicionan la trayectoria de las principales variables macroeconómicas, lo cual podría impactar en la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el dólar paralelo. Al respecto, una moderación del crecimiento aún mayor de los principales socios comerciales regionales de Paraguay podría debilitar el crecimiento económico para este año por una menor demanda externa.

**En el ámbito local, el factor climático sigue siendo uno de los principales riesgos para la actividad económica.** Continúa la probabilidad de ocurrencia del fenómeno climático denominado "*El Niño*" en los próximos meses, lo que podría tener implicancias negativas sobre la actividad económica, especialmente en los niveles de producción de la construcción y la ganadería. Por otra parte, aunque la inflación total está disminuyendo, la inflación subyacente X1 (que excluye frutas, verduras, servicios tarifados y combustibles) todavía se encuentra por encima del rango objetivo (resultado promedio interanual del 6,3%). Con relación a esto, el índice de bienes alimenticios (excluyendo frutas y verduras) en términos interanuales muestra tasas elevadas debido a los aumentos observados en la mayoría de los rubros alimenticios de la canasta.