

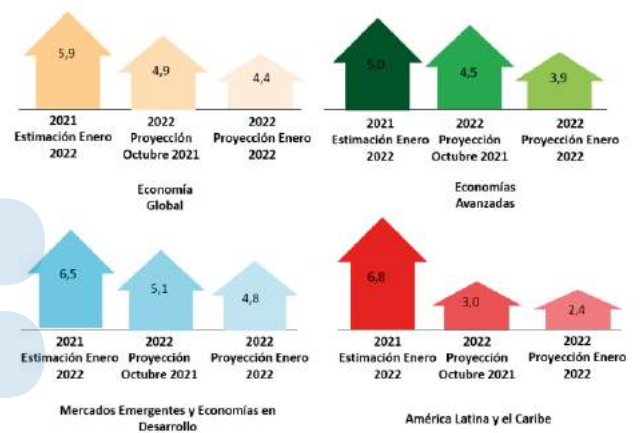
Claves

- El crecimiento económico global se enfría, al tiempo que el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania agrega incertidumbre y volatilidad a la misma.
- Tanto la Reserva Federal de EE.UU. como el Banco Central de Brasil han dado claras señales de que perseverarán en su estrategia de contracción monetaria hasta consolidar el proceso de desinflación.
- La producción agrícola y el crecimiento del PIB en Paraguay están siendo golpeados fuertemente por la prolongada sequía.
- Los sectores vulnerables y la economía familiar se resienten de manera importante, y ameritan especial atención luego de transitar un prolongado periodo de estancamiento del ingreso promedio real per cápita.
- Un ajuste más decisivo de la política monetaria contribuirá a que la inflación descienda gradualmente y vuelva a niveles razonables hacia finales del año.
- El fisco debe fortalecer su credibilidad trazando una hoja de ruta clara y más ambiciosa que permita estabilizar el nivel de la deuda y recuperar suficiente espacio de maniobra fiscal para sobrellevar futuras crisis.

ties (materias primas) benefició a la mayoría de los países en desarrollo. La mayor resiliencia económica, monetaria y fiscal a nivel global, resultado de las lecciones aprendidas en la crisis financiera del 2008, permitieron amortiguar de manera exitosa lo que se ha constituido en el choque global más importante en nuestra historia reciente.

Lo malo

Figura 2: Perspectivas de crecimiento por región



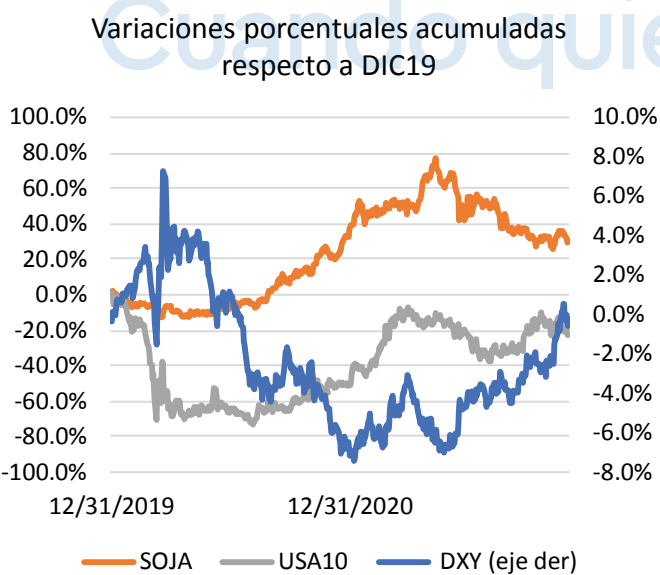
Fuente: FMI (2022)

Las expectativas de crecimiento económico global se enfriaron significativamente. Tanto el Banco Mundial (BM) como el Fondo Monetario Internacional (FMI) – ver figura 2 – recortaron sus pronósticos de crecimiento global. El FMI rebajó en 0,5 puntos porcentuales (p.p.) las expectativas de crecimiento global para el 2022: de 4,9% (estimado a octubre del 2021) a 4,4% (estimado a enero 2022). Por su parte, las expectativas para el 2023 han sido revisadas al alza en 0,2 p.p., de 3,6% a 3,8% (IMF 2022, WB 2022). Las principales economías del mundo, EE.UU. y China, sufrieron rebajas importantes en sus proyecciones de crecimiento económico para este año. Se calcula actualmente un crecimiento del PIB de estos países del 4% (-1,2 p.p.) y 4,8% (-0,8 p.p.), respectivamente. El mismo escenario se ve replicado en las principales economías de América Latina y el Caribe. Brasil y México sufrieron reducciones de 1,2 (p.p.), y se estima para estos países crecimientos de 0,3% y 2,8%, respectivamente. En general, los países se recuperan a velocidades diferentes ya que experimentan escenarios diferenciados. Estos escenarios dependen fuertemente de la capacidad de resiliencia con la que contaban antes del inicio de la pandemia y de la calidad de las políticas aplicadas durante la misma.

Pronóstico del año: altos niveles de incertidumbre y volatilidad

Lo bueno

Figura 1: Tasas en EE.UU. y precio de commodities



Fuente: Investing

El 2021 cerró con la mayor recuperación de una recesión económica en 80 años. La sustancial recuperación de la producción a nivel global y la expresiva suba en los precios de los principales commodities

Lo feo

Una inflación global persistente y mayor a la esperada, hace que las condiciones financieras se vuelvan más desafiantes para las economías emergentes. El escenario global inflacionario promueve un endurecimiento monetario más rápido de lo esperado en los EE.UU. y en otras economías avanzadas, con el consecuente encarecimiento del financiamiento. Adicionalmente, la nueva ola de infecciones causada por el Ómicron, ha incrementado la incertidumbre a nivel global al respecto del ritmo de la recuperación en curso y de la velocidad de la normalización de la actividad económica y de las cadenas globales de producción.

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania agrega incertidumbre y volatilidad a una economía global que necesita de estabilidad para recuperarse. Un escenario de precios de *commodities* altos, en general, beneficia a los países productores y exportadores de materias primas. Sin embargo, el alto precio del petróleo, en particular, perjudica el dinamismo de gran parte de las economías. Por ejemplo, a través del impacto directo en los consumidores de los EE.UU., afecta negativamente un importante pilar de la recuperación. El costo del petróleo se traslada directamente al bolsillo del consumidor, a través del costo del transporte y de la logística necesaria para mover productos de consumo. Con niveles de inflación históricamente elevados, la Reserva Federal se ha visto presionada a anunciar una contracción de la liquidez del mercado (con mayores tasas) más temprana a la inicialmente proyectada. Esto a su vez significará que todos los países con acceso a mercados financieros internacionales verán encarecidas sus fuentes de financiamiento. Adicionalmente, la incertidumbre y volatilidad generarán una búsqueda de calidad en el mercado de capitales (*"flight to quality"* y *"flight to liquidity"*), lo que en general se traduce en una apreciación del dólar y depreciación de las demás monedas, particularmente aquellas de países emergentes y en desarrollo. Los *"winners"* o ganadores relativos en este contexto de altos precios de petróleo son los países como Venezuela y Argentina que, además de no tener acceso a financiamiento en los mercados de capitales internacionales, son exportadores de petróleo. El reciente conflicto entre Rusia y Ucrania ha empeorado la coyuntura, al ser ambos grandes productores de gas y petróleo. Como consecuencia, el precio del barril

de petróleo ha superado los 110 dólares e implicará presiones inflacionarias adicionales en los próximos meses.

La macro inicial sigue marcando la trayectoria de la recuperación

"Teníamos una soga al cuello, una espada de Damocles, y ahora tenemos un camino que podemos recorrer"
(Pdte. Alberto Fernández).

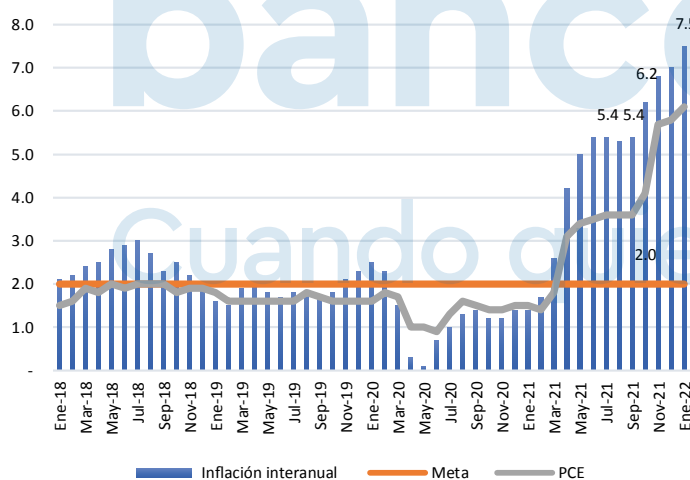
En Argentina, el fracaso de los últimos programas acordados entre ese país y el FMI ponen en duda tanto la suficiencia como las probabilidades de éxito del próximo acuerdo. El país ha alcanzado un pre-acuerdo con el FMI para refinanciar los más de 40.000 millones de dólares de deuda que mantiene con esta institución multilateral. El ancla de política del programa pactado es el retorno a la estabilidad fiscal. Los principales compromisos apuntan a: bajar el déficit fiscal, reducir la expansión monetaria, y acumular reservas en dólares en el Banco Central. El objetivo general del programa es asegurar tasas de interés reales positivas, para respaldar el financiamiento interno y fortalecer la estabilidad macroeconómica. Los socios Internacionales de Argentina también han decidido dar apoyo financiero adicional para ayudar al país a reforzar su resiliencia externa. La expectativa de crecimiento de Argentina ha sido revisada al alza (0,5 p.p.), siendo la estimación actual para el 2022 del 3%. Si bien el acuerdo ha sido relativamente favorable para la Argentina y le ha dado espacio para respirar, analistas económicos dudan de la voluntad y capacidad de Argentina para cumplir con los compromisos fijados y evitar una futura reestructuración de la deuda.

La desaceleración económica en Brasil, preanunciada por el ministro Guedes, se va materializando. La desaceleración del crecimiento de China (socio comercial más importante de Brasil) y la asociada e importante caída en los precios del mineral de hierro impactarán negativamente en las exportaciones de ese país en el corto plazo. Esto, sumado a la fuerte respuesta de política monetaria definida por el Comité de Política Monetaria (COPOM) para enfrentar a la inflación doméstica, atenuó la expectativa de crecimiento para este año. El COPOM, en su último comunicado, expresó que mantendrá una estrategia de contracción monetaria hasta consolidar el proce-

so de desinflación y el anclaje de expectativas en torno a sus metas. Adicionalmente, la tasa de desempleo permanece alta, por encima de 12%, en la segunda mitad de 2021. Aun así, la fuerza del rebote y la recuperación que experimentó nuestro vecino desde la segunda mitad del 2021, lo ayudaron a retomar su senda de crecimiento prepandemia.

La economía china registra una recuperación sin brillo. Aun cuando inicialmente el rebote tuvo un empuje interesante, la disminución en su expectativa de crecimiento se debe a que la demanda privada ha permanecido débil y a que los estímulos, tanto fiscales como monetarios, fueron menos generosos que en EE.UU. A esto se suma el hecho de que, el sector inmobiliario ha experimentado una desaceleración más rápida de lo esperado. El altamente endeudado sector inmobiliario de China es motivo de preocupación para los exportadores de materias primas de las economías emergentes y en desarrollo ya que, de enfrentar este sector un estrés financiero adicional, se podría atenuar la demanda por "commodities" relevantes.

Figura 3: Inflación % interanual de EE.UU.



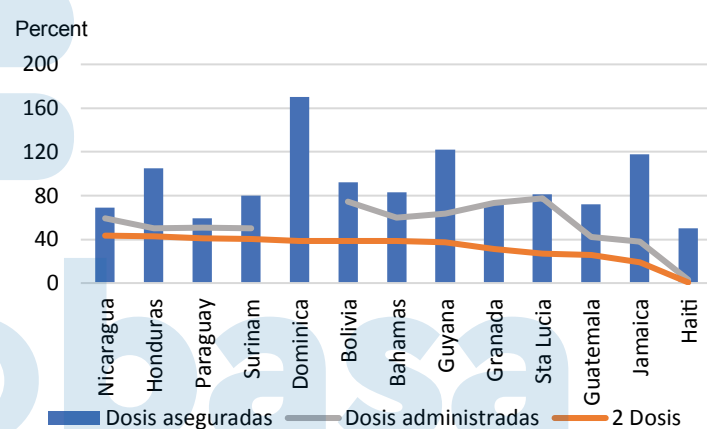
Fuente: Reserva Federal.

La Reserva Federal de los EE.UU. resalta que el reciente aumento de precios representa una amenaza para los buenos resultados del mercado laboral y el resto de la economía. Las razones detrás de la rebaja en la expectativa de crecimiento para EE.UU. son principalmente la eliminación del paquete fiscal *Build Back Better* en la línea de base y también la expectativa de un mayor endurecimiento monetario en los próximos meses para enfrentar los niveles históricos de inflación. Aun así, la economía norteamericana ya ha retomado la senda prepandemia. El desempleo hoy está por debajo del 4% y el

principal motor del rebote ha sido la demanda privada. Se espera que la inflación baje gradualmente para cerrar hacia finales del año alrededor de 3,4%, lo que es una mejora sustancial, pero está aún por encima del objetivo fijado por la Reserva Federal. El relativamente rápido rebote experimentado por EE.UU. y la suba histórica en los niveles de inflación (que alcanzó 7,5% en enero del 2022) (figura 3), apuntan unidireccionalmente a mayores tasas de interés, confirmando así el temor de los analistas económicos de un inminente ajuste de las condiciones monetarias.

Otro año de recesión

Figura 4: Población cubierta por vacunas COVID19 en países con tasas de vacunación más bajas



Fuente: Global Economic Prospects(BM 2022)

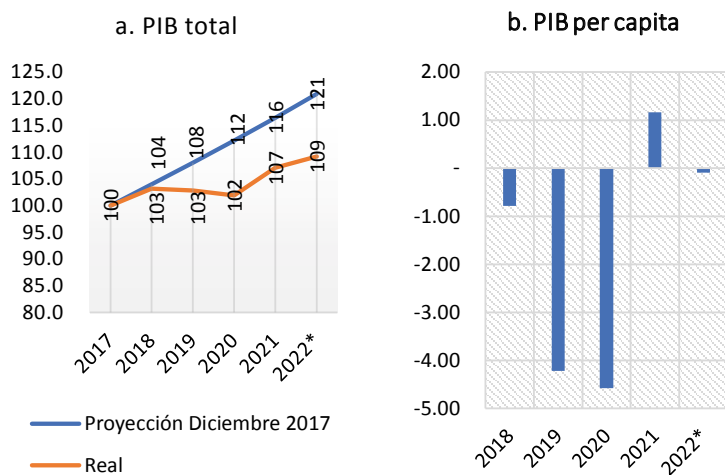
El crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2021 cerró un punto porcentual por debajo de lo esperado. Hasta finales de 2021, la expectativa de crecimiento para ese año apuntaba al 5,5%. Sin embargo, el resultado final de acuerdo al Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) fue de 4,5%. Un inicio tardío y una lenta implementación de la campaña de inmunización contribuyeron a esta brecha. De acuerdo con los últimos informes disponibles, Paraguay, junto a Bahamas, Granada, Guatemala, Haití, Santa Lucía, y Surinam, se encuentra entre los países que lograron el menor avance en la campaña de vacunación (figura 4). A ello se sumó el choque climático, que perjudicó a básicamente el 60 por ciento de la producción esperada de soja para la campaña 2021-22.

El 2022 presenta desafíos importantes para el sector agro. Argentina, Brasil, Chile y Paraguay enfrentan una de las sequías más acentuadas, pro-

longadas, e inesperadas de las últimas décadas. Estimaciones preliminares apuntan a que el quiebre de la producción de soja asciende a 6 millones de toneladas, equivalente a más de US\$3000 millones de exportaciones. Las expectativas positivas que se tenían en 2021, debido a los elevados precios de las materias primas, se tradujeron en importantes inversiones para la presente zafra agrícola apalancadas con deuda. La puntual decisión del Banco Central de Paraguay (BCP) de flexibilizar la regulación para facilitar el refinanciamiento y repago de la deuda de los productores agrícolas ha sido acertada en este contexto.

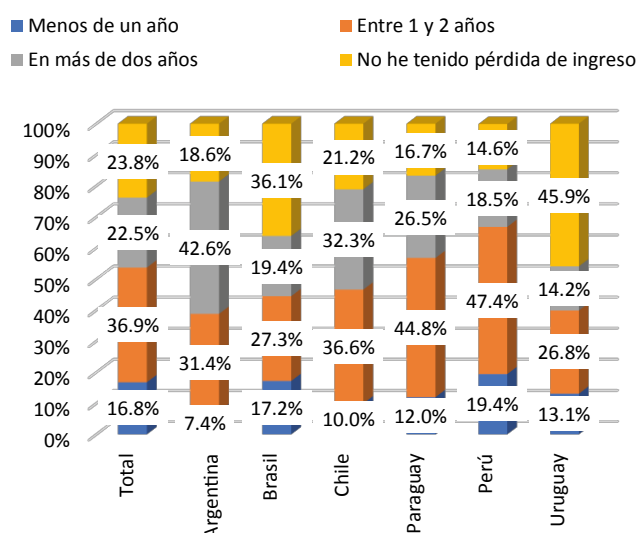
El enfrentamiento bélico entre Rusia y Ucrania podrían traducirse en un golpe fuerte a la exportación de carne y a la economía paraguaya en general. Actualmente, Paraguay exporta a Rusia más del 20% de su producción de carne, convirtiendo a este país en uno de nuestros principales compradores de este producto. La exclusión de Rusia del sistema de pagos SWIFT imposibilita toda relación comercial con este país. Por otra parte, el precio del petróleo y de los alimentos a base de trigo se verán directamente afectados, agregando presión inflacionaria a nivel global y local. No menos importante, como país que participa en los mercados financieros internacionales para obtener financiamiento – particularmente soberano – Paraguay se verá afectado por la inminente suba de tasas de interés en EE.UU. asociada a este conflicto. Así también, nuestro financiamiento se verá encarecido por una menor liquidez y la salida de capitales hacia inversiones menos riesgosas y más líquidas.

Figura 5: Desvío del crecimiento del PIB total (indexado) y per cápita respecto a proyecciones de diciembre de 2017



Fuente: Estimaciones de diciembre de 2017 del BM

Figura 6: Tiempo para que el ingreso de usted y su familia vuelva a ser como el que tenía antes del inicio de la pandemia



Fuente: Latinobarómetro 2020.

La recuperación del 2021 no logró cerrar la brecha de producción respecto a la tendencia proyectada en la prepandemia. A nivel micro, los consecutivos eventos negativos están teniendo importantes repercusiones en la economía y en el bienestar de las personas. Para finales del 2023, se espera que el crecimiento del PIB y del PIB per cápita todavía estén más de 9% por debajo de la tendencia previa a la pandemia (figura 5.a). La pérdida acumulada del PIB y del PIB per cápita entre 2019 y 2022 estaría alrededor de US\$16.015 millones (figura 5.a) y US\$2.190, respectivamente (figura 5.b).¹ A pesar del relativo buen desempeño económico en 2021, Paraguay hoy se encuentra entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo cuyos ingresos per cápita pasaron de converger durante la última década a divergir en los últimos años de aquellos de economías avanzadas. En línea con las expectativas macroeconómicas, el 83% de los paraguayos experimentaron una reducción de sus ingresos durante la pandemia

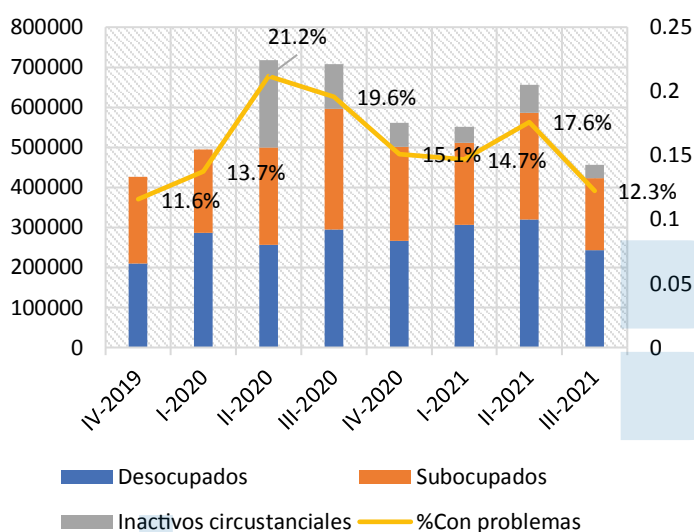
Tabla 1: Ingreso promedio real per cápita miles de guaraníes - Población ocupada.

Año	Ingreso promedio por sexo		Ingreso promedio por área de residencia	
	Hombre	Mujer	Urbana	Rural
Q4 2018	2.706	2.020	2.715	1.895
Q4 2019	2.580	1.994	2.628	1.770
Q4 2020	2318	1.871	2.443	1.541
Q4 2021	2.308	1.939	2.423	1.623

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

mientras que el 71% considera que tardarán más de un año en recuperar sus niveles de ingreso prepandemia (figura 6).² Igualmente, el ingreso promedio real per cápita ha caído de manera importante en los últimos 4 años y, a pesar de la leve mejora que experimentó este indicador a finales del 2021, sigue estando por debajo del valor alcanzado a finales de 2018 (ver tabla 1).

Figura 7: Desempleo, subempleo e inactivos circunstanciales

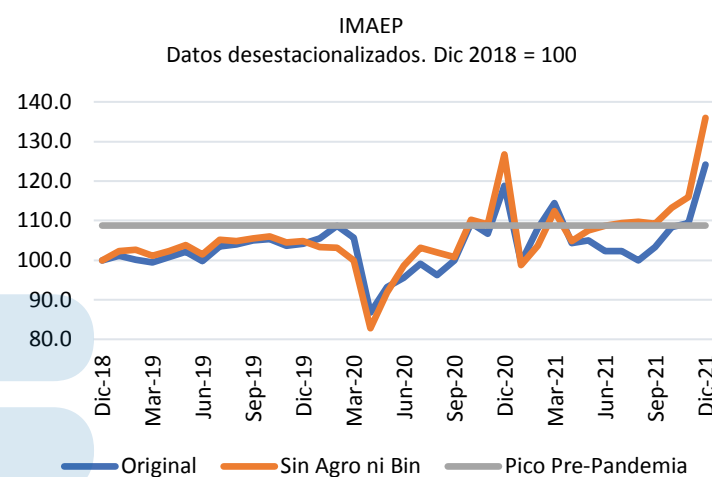


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

El mercado laboral se viene recuperando a buen ritmo, aunque sin avance positivo en lo que respecta a la calidad del empleo. La suma de los grupos poblacionales que presentaron algún inconveniente de acceso al trabajo (como la desocupación, subocupación por insuficiencia de tiempo de trabajo e inactivos circunstanciales) alcanza actualmente 12,3% de la fuerza de trabajo, muy por debajo del 19,9% alcanzado en el segundo trimestre del 2020 y prácticamente al nivel del cuarto trimestre del 2019 si obviamos la categoría de inactivos circunstanciales (medida recién a partir del inicio de la pandemia) (figura 7). La recuperación de puestos de trabajo, al igual que la destrucción del empleo en el peor punto de la pandemia, se concentró fuertemente en el sector terciario (252.757) y, geográficamente, en zonas urbanas (150.358). Asimismo, benefició de mayor manera a los empleados del sector informal (247.963) y a la población femenina (100.593). El sector primario, sin embargo, perdió 148.118 empleos. En general, los indicadores laborales están regresando a los niveles prepandemia. Sin embargo, las condiciones del mercado laboral han permanecido prácticamente sin mejora desde el 2019 en lo que respecta a la "calidad" de los empleos: dos tercios de la fuerza laboral está empleada en el sector infor-

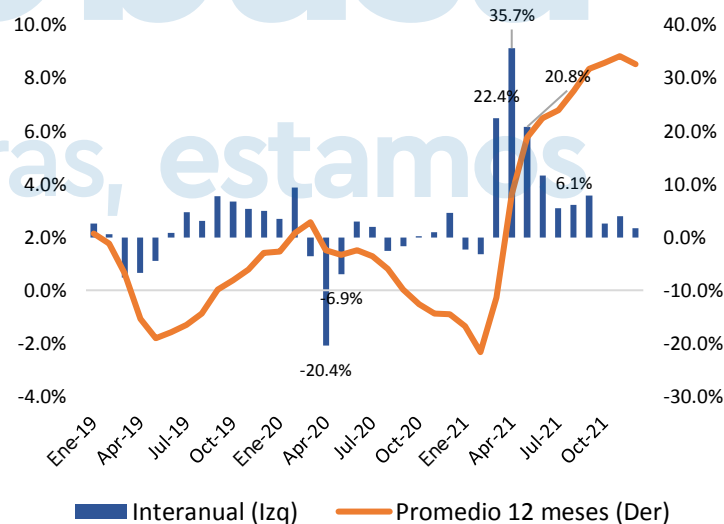
mal, el más precario y volátil. Asimismo, alrededor de 72% de los empleos "recuperados" están en el sector informal, lo que revela una necesidad imperiosa de seguir profundizando el avance de políticas y reformas que apunten a mejorar el acceso a oportunidades y a empleos de calidad.

Figura 8: Indicador Mensual de Actividad Económica



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Figura 9: Crecimiento del Estimador de Cifras de Negosios



Fuente: Banco Central del Paraguay.

La actividad económica doméstica ha superado los efectos de la pandemia. El colapso histórico en la producción durante el primer trimestre de 2020 fue revertido en el último trimestre de ese mismo año. Un año después, en marzo del 2021, los niveles de actividad económica superaron los picos registrados en 2020. Posterior a marzo 2021, la sequía – que afectó negativamente la producción



agrícola y los ingresos provenientes de las binacionales – y la caída en la actividad del sector de construcciones desaceleraron el ritmo de crecimiento de la economía en general; aun así, el dinamismo económico en los demás sectores de la economía continuó su proceso de consolidación (figura 8). El 2021 cerró con un crecimiento del indicador mensual de actividad económica del BCP (IMAEP) de 4,5% en términos interanuales (7,9% sin agricultura y binacionales).

A pesar de una pobre y tardía campaña de vacunación a nivel país, el levantamiento de las medidas de confinamiento contribuyeron a la recuperación y normalización de la actividad económica. El gasto en consumo de las familias y su composición se han normalizado, siendo su comportamiento hoy similar al de la prepandemia. La recuperación del empleo se tradujo en mayor consumo y una consecuente reducción de los niveles de ahorros preventivos. El consumo doméstico, medido por el Estimador de Cifras de Negocios (ECN)³, mostró un importante crecimiento interanual del 1,7% a fines de 2021 (figura 9). Con este resultado, el promedio de variación interanual del ECN durante los últimos cuatro meses del año 2021 alcanzó el 4%. En general, el ECN logró una robusta expansión en el 2021. Se espera que el consumo privado (que experimentó un crecimiento de 5,6% en 2021) continúe siendo el principal motor de crecimiento del PIB este año.

La política monetaria debería concentrarse en el control de la inflación.

Figura 10 a: Tasas de política monetaria -porcentaje

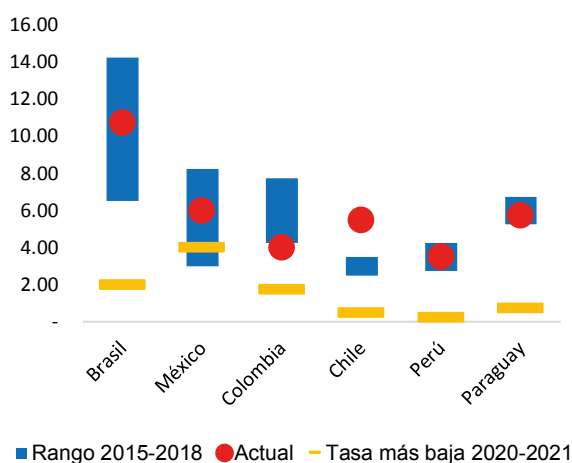
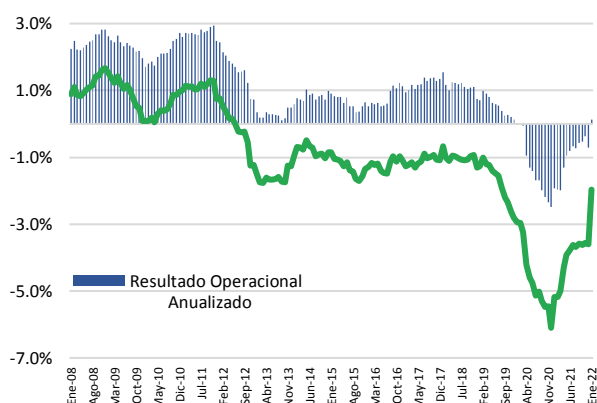


Figura 10 b: Resultado Fiscal -porcentaje del PIB



Fuente: BCP y Ministerio de Hacienda del Paraguay.

El escenario económico local se ha vuelto mucho más complejo. El choque climático negativo y de una intensidad imprevista experimentado desde el inicio de la cosecha – en un contexto global de alta incertidumbre, altos precios y menor liquidez – y el limitado espacio de Paraguay para volver a amortiguar un choque significativo con políticas contracíclicas es preocupante. El escenario actual aumenta la posibilidad de una desaceleración del crecimiento mucho más marcada de lo previsto a finales del 2021. La economía paraguaya es resiliente y la expectativa de crecimiento de Paraguay por parte del BM en su último informe se mantuvo en 4%. Sin embargo, estos choques múltiples tendrán un impacto muy significativo en la producción primaria, en los resultados de crecimiento económico del año en curso, y en el bienestar de las personas.

Los indicadores de empleo y el ingreso real no presentan señales de mejora significativas en los últimos 4 años. Más allá de las mejoras asociadas a la inercia del rebote del 2021, desde finales del 2018 (previo a los choques experimentados en 2019), prácticamente no existieron mejoras significativas en ninguno de los indicadores laborales y todo apunta a que las tasas de pobreza y de pobreza extrema correspondientes al 2021 se incrementarán significativamente con relación a las ya elevadas tasas del 2020. Luego de transitar 4 años en una economía estancada – a pesar del rebote – y de observar resultados deslucidos en lo que respecta a la calidad de los empleos generados por la economía, se evidenció la gran necesidad de acelerar la profundización de la diversidad

³ El ECN es un indicador que resume el desempeño de las ventas de distintas actividades económicas en un determinado mes, a precios del año base. Su variación interanual constituye una aproximación de la evolución mensual de las ventas de los sectores cubiertos por el estimador. Comprende a los sectores de la industria manufacturera, el comercio y los servicios, no se incluye en su cálculo a los sectores agropecuario, forestal, minería y pesca; financiero; gobierno y las binacionales.



de nuestra matriz productiva de manera a amortiguar más efectivamente choques exógenos y a generar mayores fuentes de empleos de calidad. Asociado a esto está la necesidad urgente de dotar a la fuerza laboral, actual y futura, de capacidades y herramientas que les permita incorporarse exitosamente a la economía formal y, por ende, a empleos de calidad que garanticen la protección social y disminuyan la volatilidad de los ingresos y de la calidad de vida.

La política macroeconómica debe robustecerse y ser más clara y ambiciosa. La agilidad de la política fiscal y la claridad, buena calibración y puntualidad de la política monetaria seguirán siendo esenciales para transitar exitosamente este periodo de alta incertidumbre y para minimizar la volatilidad de la recuperación.

Controlar la inflación debe ser la prioridad del BCP. El BCP debe proporcionar una guía clara sobre la postura futura de la política monetaria para lograr el anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo. El ritmo de ajuste de la tasa de política monetaria (TPM) sigue desfazado con relación a la aceleración de la inflación (figura 10.a), más aún si se considera la TPM real. Febrero registró el peor resultado de inflación interanual desde que se implementaron las metas de inflación (9,3%). El resultado anualizado de enero y febrero dan casi 17% de inflación. El ajuste tardío de las condiciones monetarias y la injustificada desaceleración del mismo en los primeros dos meses del 2022 revelan un importante espacio de maniobra no aprovechado hasta ahora por el BCP para contribuir a controlar la inflación. Esto

resalta la necesidad de dar un giro en la política implementada hasta ahora por la autoridad monetaria para volver a recuperar credibilidad y evitar que las expectativas se sigan deteriorando.

Urge volver a los márgenes establecidos por la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) lo antes posible. El fisco debe fortalecer su credibilidad trazando una hoja de ruta clara que permita enmarcar los resultados fiscales dentro de los parámetros establecidos por la ley de responsabilidad fiscal y estabilizar el nivel de la deuda, entendiendo la importancia de contar con suficiente espacio de maniobra fiscal para amortiguar choques y enfrentar futuras crisis. El resultado fiscal del 2021 (figura 10.b), que fue mejor de lo esperado por el fisco, sugiere que sí es posible establecer metas de convergencia más ambiciosas al límite máximo de déficit establecido en la LRF de manera a retomar la senda de prudencia fiscal más rápidamente. Adicionalmente, dada la actual coyuntura, el fisco debe identificar líneas presupuestarias prescindibles que podrían aprovecharse para reconstruir un espacio fiscal que pueda amortiguar, aunque sea parcialmente, los choques que ya se avizoran.

Referencias

International Monetary Fund. (2022). World economic outlook: Rising Caseloads, a Disrupted Recovery. Washington, D.C: International Monetary Fund, January.

World Bank. (2022). Global Economic Prospects. Slowing Growth, Rising Risks. January. Washington, DC: World Bank.