

Claves

- La economía global podría estar entrando en un periodo prolongado de bajo crecimiento y alta inflación.
- Aunque a diferente ritmo, los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han comenzado un proceso de ajuste de las condiciones monetarias de manera a enfrentar la inflación más elevada de las últimas décadas.
- Los pobres resultados del sector agrícola y en la generación de energía, ambos debidos a la reciente sequía, hacen muy probable una contracción del PIB en 2022.
- Persisten las presiones inflacionarias, con la inflación interanual "estabilizándose" en niveles históricamente altos.
- El ritmo de consolidación fiscal se ha estancado, al tiempo que existen atrasos significativos con proveedores del Estado.

crecimiento económico global se mantendría durante 2023 y 2024, debido al progresivo abandono de las políticas fiscal y monetaria acomodaticias, a los efectos negativos de la guerra en la inversión y al "desvanecimiento de la demanda reprimida".

PERSPECTIVAS GLOBALES Mejor a lo esperado



Fuente: Banco Mundial.

El retorno de la inflación global

Las perspectivas de crecimiento mundial en 2022 han sido revisadas a la baja y advierten sobre el riesgo de una estanflación. El Banco Mundial (BM) ha rebajado sus proyecciones de crecimiento para la economía global, resaltando en su último informe el impacto económico negativo de la guerra de Rusia contra Ucrania, las perspectivas de una escasez de alimentos y los temores por un posible retorno de la "estanflación", una mezcla de inflación alta y crecimiento bajo, que no se ve desde hace cuatro décadas. El organismo multilateral estima ahora que la economía mundial crecería 2,9% este año, comparado con el 5,7% global de 2021 y significativamente menor al 4,1% pronosticado en enero¹. La invasión rusa de Ucrania ha provocado graves trastornos en el comercio global de energía y trigo, golpeando una economía global que apenas se recuperaba de la pandemia de coronavirus. Por su parte, los precios de las materias primas, ya altos, han aumentado aún más, amenazando la disponibilidad de alimentos asequibles en los países pobres. Para el BM existe un riesgo de desnutrición grave, de hambre creciente e incluso de hambruna de la población en algunos países. La entidad advierte que el lento ritmo de

La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) realiza los mayores ajustes de la tasa de política monetaria en dos décadas para tratar de frenar la inflación. El banco central norteamericano ha elevado los tipos de interés por tercera reunión consecutiva. Completa así una secuencia de aceleración en el ritmo de ajuste de su política monetaria: aumento de 25 puntos básicos en su reunión de abril, 50 puntos básicos en su reunión de mayo y 75 puntos básicos en su última reunión de junio. La tasa de referencia se ubica ahora en un rango de entre 1,50% y 1,75%. El banco central americano busca frenar de esa manera la suba continuada de precios, que llevó la inflación a su nivel más alto de los últimos 40 años. El organismo se encamina a endurecer aún más sus medidas para atacar la inflación, y habla de abandonar su posición "neutral" para encarar una política monetaria "restrictiva". Se espera un ajuste adicional de 75 puntos básicos en la próxima reunión de julio, mientras que para finales de año la FED prevé llevar su tasa de política al 3,4%. Por otra parte, si bien el PIB de Estados Unidos en el primer trimestre de 2022 ha caído un -0,4% respecto al cuarto trimestre de 2021, el mercado laboral continua muy fuerte: a fines de mayo, la tasa de desempleo se mantuvo en el 3,6%, ligeramente superior al mínimo de

¹ Se prevé que el crecimiento en las economías avanzadas se desacelere drásticamente del 5,1% en 2021 al 2,6% en 2022 (1,2 puntos porcentuales por debajo de las proyecciones de enero). Para los mercados emergentes y las economías en desarrollo se prevé igualmente una caída del crecimiento del 6,6% en 2021 al 3,4% en 2022, muy por debajo del promedio anual del 4,8% durante el período comprendido entre 2011 y 2019.

medio siglo registrado en febrero de 2020, justo antes de la pandemia.

En la Argentina, la inflación mensual de mayo superó los pronósticos oficiales y alcanzó el 5,1%. El incremento mensual de precios mostró una leve desaceleración en abril (6%) respecto a marzo (6,7%). El Gobierno había destacado esta caída y auguró una mayor desaceleración para mayo. Así, distintos funcionarios manifestaron su expectativa de que los precios suban tan solo 4% en el quinto mes del año. Dichas proyecciones se mostraron completamente erradas y a fines de mayo la inflación interanual se ubica en 60,7%, la más alta desde 1992. El regreso de la emisión monetaria como estrategia para financiar las deficitarias cuentas públicas vuelve a atentar contra la estabilización de los precios. Por otra parte, la posición externa del país continua frágil y ello complicará el cumplimiento de algunas metas acordadas en el programa con el FMI. En particular, la dificultad que está mostrando el BCRA para engrosar las reservas en el periodo estacionalmente más favorable del año pone en riesgo el objetivo de acumulación de las mismas para los próximos trimestres². Ante la falta de divisas, el gobierno anunció nuevas medidas para limitar el uso de dólares para pagar importaciones. Según el nuevo esquema, las empresas solo dispondrán de divisas para importar por el equivalente al monto de importaciones de 2021 más un 5%; el resto deberá financiarse con crédito a 180 días de las casas matrices de las compañías o de los proveedores. Este nuevo sistema pretende "responder a las necesidades extraordinarias de divisas para atender la importación de energía"³. La reciente renuncia del ministro de Economía Guzmán añade otro elemento de incerteza y volatilidad económica para un gobierno muy debilitado políticamente.

La inflación de Brasil se frena levemente en mayo. El aumento mensual de precios en mayo alcanzó 0,47%, tasa inferior al 1,06% de abril de este año y al 0,83% de mayo del año pasado. Con este resultado la inflación interanual retrocedió marginalmente al 11,73%, aunque continúa en uno de sus mayores niveles de los últimos años. La inflación de 12 meses en la mayor economía latinoamericana venía subiendo gradualmente desde diciembre 2021 hasta alcanzar un pico de 12,13 % en abril, porcentaje máximo desde octubre de 2003. La dinámica inflacionaria ha

obligado al Banco Central de Brasil a implementar sucesivos ajustes en su tasa de política monetaria. El último aumento de la tasa de referencia (el undécimo ajuste consecutivo) fue de 50 puntos básicos, alcanzando la misma el 13,25% anual. La autoridad monetaria prevé mayores ajustes en el futuro, aunque el mismo sería de menor magnitud. La entidad observa que "la creciente incertidumbre del panorama actual, sumada a lo avanzado del ciclo de ajuste y a sus impactos aún por calibrar, exige una mayor cautela". El apriete monetario tendrá un efecto en el crecimiento económico del país, que sólo fue del 1,0 % en el primer trimestre del año. Las expectativas del mercado prevén que el PIB se expanda apenas un 0,5% en 2022 y 1,2% en 2023, muy por debajo del 4,6 % observado en 2021.

Aumentan los riesgos de estanflación.

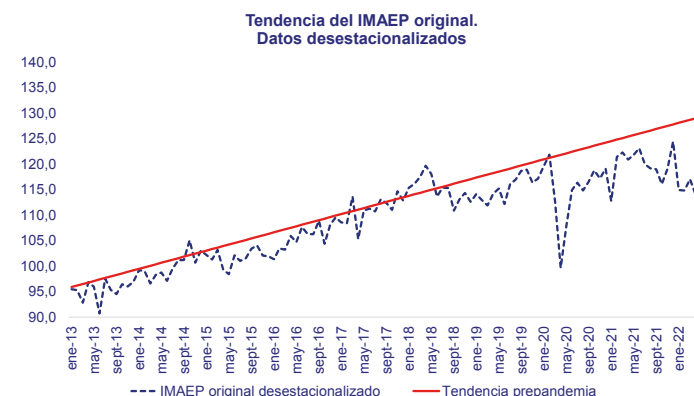
La dinámica económica reciente apunta a un nuevo año de recesión. El Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) registró una retracción interanual del 6,2% en abril, la tercera contracción consecutiva. El crecimiento interanual promedio (de 12 meses) de este indicador, una mejor medida para la evolución del PIB anual, se ha desacelerado significativamente de un 5,3% en enero a solo 1,6% en abril. Los pobres resultados del sector agrícola y la baja producción en la generación de energía (ambos resultados de la sequía a nivel local y regional) siguen pesando en estos resultados. No obstante, se observa igualmente una significativa desaceleración del IMAEP que excluye el sector agrícola y las binacionales. En este caso, el crecimiento interanual promedio (de 12 meses) se ha ralentizado de manera importante de un 9,6% en enero a 6,7% en abril⁴. La pandemia va teniendo efectos duraderos sobre la actividad económica. A fines de abril (dos años después la declaración de emergencia sanitaria en Paraguay), el IMAEP se encuentra aún 12% por debajo de su tendencia de la pre-pandemia. Existen temores, expresado por diversos organismos multilaterales y gobiernos, de que la crisis sanitaria haya llevado a una pérdida permanente de la capacidad productiva de muchas economías. Paraguay podría ser una de ellas.

² En mayo, mientras que las exportaciones de la agroindustria llegaron a US\$ 4.200 millones -récord nominal histórico para un mes-, el BCRA solo pudo hacerse con US\$ 784 millones (lejos de los US\$ 2.089 millones que había conseguido en igual mes de 2021), por la salida de divisas conjunta entre importaciones, turismo y el pago de deudas.

³ El costo de las importaciones de energía ha aumentado significativamente. A fines de junio, el monto de importaciones realizadas en los primeros seis meses representa 205% más (US\$ 4.600 millones) respecto al año pasado.

⁴ El crecimiento interanual promedio en los últimos tres meses (febrero - abril) ha sido tan solo del 1,5%.

ACTIVIDAD ECONÓMICA
Persiste el "gap" respecto a la tendencia prepandemia



Fuente: BCP.

El principal motor de expansión económica durante 2021 muestra claras señales de ralentización. El consumo fue el principal factor de crecimiento económico el año pasado, expandiéndose en 10,9% (muy por encima del crecimiento del PIB, 4,2%). Sin embargo, los indicadores de corto plazo del consumo se han desacelerado significativamente desde inicios del 2022. Así, el Estimador de Cifras de Negocios (ECN), un proxy de la dinámica del consumo, registró un crecimiento promedio del 5,4% al mes de abril, muy por debajo del 10,4% en enero⁵. De hecho, el ECN muestra una contracción interanual en los dos últimos meses: -6,1% en marzo y -4,1% en abril. Un análisis más granular del indicador permite ver que la retracción es generalizada. La variación interanual continuó en terreno positivo a fines de abril en un solo rubro: ventas en grandes tiendas. En todos los otros sectores se observa una retracción en las ventas a fines del cuarto mes del año⁶. Estos resultados son consistentes con la evolución reciente de las variables en el mercado laboral (por ejemplo, la tasa de desempleo en el primer trimestre de 2022 se ha incrementado) y con los actuales niveles de confianza del consumidor (el Índice de Confianza del Consumidor publicado por el BCP se mantuvo en zona de pesimismo en abril por segundo mes consecutivo; al tiempo que en ese mismo mes el 73% de los encuestados consideraban que la situación económica del país estaba peor que hace un año).

CONSUMO

Fuerte desaceleración a través de todos los subsectores

RAMAS	2020				2021				2022	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	abr-22
Hiper, supermercados, distribuidoras y otros	2,5%	0,9%	0,9%	-2,3%	-1,8%	3,7%	-3,7%	-8,0%	-3,2%	-11,2%
Grandes tiendas, prendas de vestir	13,1%	25,6%	-20,2%	-10,1%	8,7%	28,2%	28,2%	21,8%	18,5%	39,0%
Equipamiento del hogar	-9,8%	10,0%	6,3%	-0,8%	14,3%	21,9%	1,9%	2,9%	7,7%	-1,4%
Venta de vehículos	-12,2%	-27,2%	8,9%	-8,0%	15,9%	53,4%	15,0%	10,3%	-2,0%	-6,4%
Venta de combustibles	-5,5%	22,1%	9,1%	-0,8%	8,1%	29,3%	14,1%	8,5%	-5,6%	-8,4%
Productos químico-farmacéuticos	5,0%	-7,0%	-7,9%	1,5%	3,3%	21,3%	19,8%	6,5%	7,0%	-0,8%
Materiales de construcción	11,5%	5,4%	13,9%	18,7%	14,2%	40,8%	5,9%	2,1%	10,8%	-4,1%
Servicios de telefonía móvil	18,3%	11,6%	9,4%	6,7%	5,9%	5,6%	3,8%	5,2%	-0,8%	-3,8%

Fuente: BCP

Persisten las presiones inflacionarias, con la inflación interanual "estabilizándose" en niveles históricamente altos. La gradual reapertura de las economías, en conjunto con incrementos en el precio de las materias primas, originó una fuerte aceleración de la inflación a nivel global, regional y local. A fines del mes de junio, la tasa interanual de inflación en Paraguay se ubicó en 11,5%, porcentaje similar al observado a fines de abril (11,8%) y mayo (11,4%). Con ese resultado, la inflación de 12 meses en el país se sigue ubicando entre las mayores a nivel regional⁷. Adicionalmente, el reciente ajuste del salario mínimo y el reajuste en la segunda quincena de junio de los combustibles volverían a incrementar las presiones inflacionarias en julio. La inflación registrada en este 2022 es la mayor desde la implementación del esquema de metas de inflación en 2011 y preocupa su persistencia. De hecho, la inflación núcleo (i.e. aquella porción del aumento general de precios que tiende a sostenerse en el más largo plazo) sigue permaneciendo muy por encima de la meta del BCP, alcanzando el 7,1% a fines de junio. Dada estas características, la convergencia de la inflación a la meta establecida por el BCP (4%) será probablemente bastante prolongada.

El proceso de ajuste de las condiciones monetarias no debería detenerse hasta observar que la inflación disminuye de manera significativa y consistente. En todas las economías (avanzadas o emergentes), los bancos centrales han comenzado a reaccionar a la reciente dinámica inflacionaria ajustando sus tasas de interés de referencia. El discurso inicial de que "la inflación era un fenómeno temporario y causado exclusivamente por factores exógenos", ha sido reemplazado por mensajes de que la autoridad monetaria "está fuertemente comprometida para reducir la inflación rápidamente" y por la implementación de una política monetaria más dura. No obstante, el ajuste monetario no ha sido uniforme a través de los países. A nivel regional, el ajuste realizado por el BCP se ha demorado en demasía y los incrementos en la tasa de referencia han sido mucho menores que las registradas en países con inflaciones similares (i.e. Brasil y Chile)⁸. Como consecuencia, el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias no debería terminar hasta bien entrado el segundo semestre. Caso contrario, la convergencia hacia la meta inflacionaria del BCP (4%) podría demorarse más de lo deseable y afectar la credibilidad de la institución en el mediano plazo.

⁵ Crecimiento interanual del ECN, promedio de últimos 12 meses.

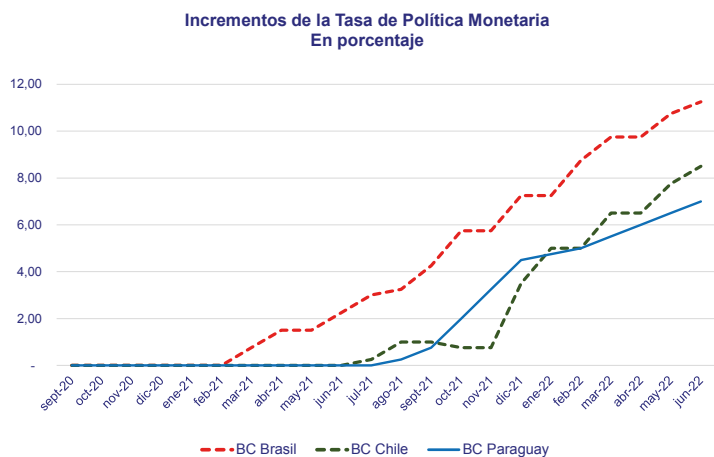
⁶ A fines de abril las ventas en grandes tiendas presentaron una variación positiva del 39%. Por su parte, ventas supermercados (-11,2%), de combustibles (-8,4%), de materiales de construcción (-4,1%), de servicios de telefonía (-3,8%), de equipamiento para el hogar (-1,4%), de productos farmacéuticos (-0,8%) y de vehículos (-0,4%) registraron una contracción a fines de ese mes en comparación con abril del año previo.

⁷ La tasa de variación anual del IPC en Brasil en mayo de 2022 era del 11,9%, en Chile del 11,5%, en Uruguay del 9,4%, en Colombia del 9,1% y en Perú del 8,4%.

⁸ Con el último ajuste realizado, la TPM se ubica en 7,75% en términos nominales. Cuando deflactado por la inflación del 11,2% significa una tasa de interés real negativa, claramente insuficiente para bajar sostenida y rápidamente los actuales niveles de inflación.



POLÍTICA MONETARIA
El ajuste de tasas debería prolongarse

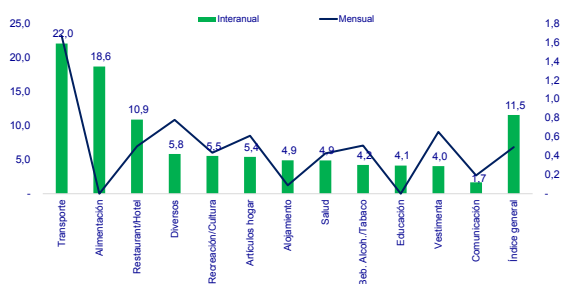


La inflación es un impuesto regresivo y sin ley, que sacude más a los sectores con menor capacidad para amortiguar el golpe. La demanda de bienes de consumo básico, como los alimentos y el transporte, es inelástica, y por ende estos son los primeros rubros en remarcar precios. Los datos muestran claramente que, a fines de junio, estos dos rubros tuvieron los mayores incrementos de precios en los últimos doce meses. Dado que al mismo tiempo la participación de estos productos es más importante en la canasta de consumo de las personas y familias de menores ingresos, la inflación golpea más fuertemente a estos sectores vulnerables y elevan las probabilidades de un nuevo incremento de los niveles de pobreza en el país.

Reserva Federal de los Estados Unidos ha comenzado (desde marzo) a aumentar gradualmente su tasa de interés de referencia, en medio de los intentos para controlar la inflación más elevada de los últimos 40 años. Las experiencias pasadas han mostrado que estos ajustes de tipos de interés suelen aumentar las volatilidades financieras en países emergentes, incluyendo una mayor debilidad de sus monedas frente al dólar norteamericano⁹. Efectivamente, desde inicios del mes de abril varias monedas regionales mostraron una tendencia devaluatoria respecto al dólar: Chile (17%), Brasil (12%), Colombia (10%) y Perú (4%). Contrariamente, el guaraní ha mostrado una inusitada estabilidad (apreciación del 1% en el periodo). Las continuas intervenciones del BCP en el mercado de cambios ha coadyuvado a ello. Las ventas netas al sistema financiero y sector público, monto equivalente a las intervenciones haciendo uso de las reservas propias del BCP, alcanzaron los US\$ 442 millones a fines de junio, por lejos la más elevada de los últimos cinco años. De hecho, hasta la segunda semana de junio cuando pararon completamente las operaciones de intervención, el BCP había estado presente en el mercado cambiario todos los días desde inicios del 2022.

INFLACIÓN
Mayores incrementos se observan en los bienes básicos (inelásticos)

Inflación por tipos de bienes y servicios Junio 2022



Fuente: BCP.

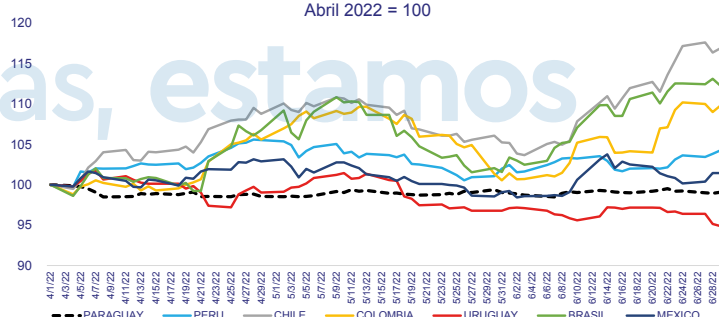
Se demora el ajuste fiscal.

La moneda nacional muestra una relativa estabilidad frente al dólar norteamericano, contrario a la dinámica reciente de varias monedas regionales. La

TIPO DE CAMBIO

Depreciaciones recientes de varias monedas regionales

Cotización de Monedas Regionales respecto al Dólar
Abril 2022 = 100



Los indicadores de empleo se deterioran y el ingreso real se encuentra al nivel del 2010-2011. A pesar de las mejoras asociadas a la inercia del rebote económico en 2021, el poder adquisitivo del trabajador promedio en Paraguay experimentó un retroceso de 10 años. El ajuste del salario mínimo de 11.4% – que afecta a aproximadamente 400.000 trabajadores, 11% de los ocupados – que fuera implementado a mediados de este año no será suficiente para recuperar el terreno perdido en términos de poder adquisitivo. Entre el 2019 y el 2021 se dio una importante caída (suba) en la proporción de trabajadores que ganan más

⁹ Otros efectos incluyen el aumento en el coste del servicio de la deuda denominada en dólares estadounidenses, una demanda más débil de exportaciones en EE. UU. y posibles salidas de capital de estas economías.

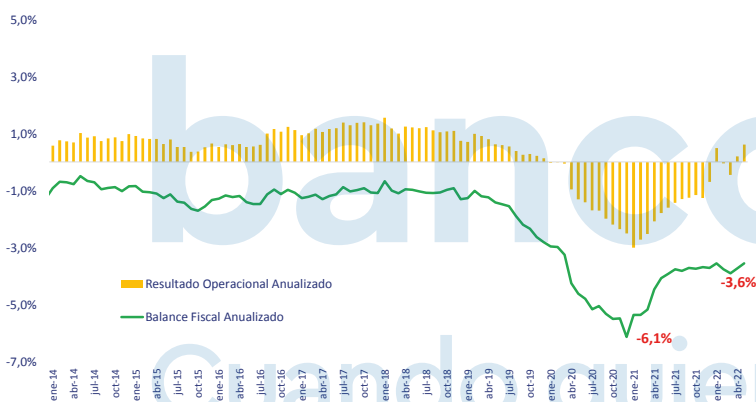


(menos) del salario mínimo, la cual pasó de 45% a 37% (38% a 42%). Además, en el mismo periodo, se observa una caída en la proporción de asalariados y una correspondiente suba en el porcentaje sobre el total de los cuentapropistas. En lo que respecta al desempleo y el subempleo, la sumatoria de estos indicadores negativos subió 2.3 puntos porcentuales entre el último trimestre del 2021 y el primer trimestre del 2022, yendo de 11.4% a 13.7%. Todos los indicadores laborales apuntan a un importante deterioro en la calidad del empleo, lo que, sumado a la elevada tasa de inflación, hará que las tasas de pobreza y pobreza extrema este año se incrementen significativamente con relación a las ya elevadas tasas del 2021. Sin lugar a dudas, la reactivación económica, junto con la recuperación y generación de empleos de calidad, deberán ser el foco de las políticas públicas en los próximos años

POLÍTICA FISCAL

Un ajuste necesario, aunque excesivamente gradual

RESULTADO FISCAL
Porcentaje del PIB



Preocupa la continuidad de una política fiscal expansiva, financiada con endeudamiento y con un cese de la convergencia hacia los límites establecidos por la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF). Al mes de mayo del 2022, el informe de la situación financiera reporta un déficit acumulado de 0.6% del PIB – igual al déficit acumulado en el mismo periodo en el 2021 – y un nivel de inversión equivalente al 1% del PIB – mayor al nivel de inversión del 2021 para dicho periodo. A mayo, el déficit anualizado correspondiente es de 3.6% del PIB, por encima del 3% proyectado en el Presupuesto General de la Nación (PGN) vigente. De hecho, la convergencia del déficit fiscal hacia niveles compatible con el límite establecido en la LRF (1,5% del PIB) se ha detenido desde hace un año¹⁰. De esta manera el resultado fiscal para el 2022 es incierto, más aún cuando se toman en cuenta las actuales presiones para incrementar

los gastos corrientes en un año electoral. Adicionalmente, si el fisco considera honrar el pago de las deudas que mantiene con los sectores vial y farmacéutico, cuyo monto oscila alrededor de US\$ 500 millones, cumplir con el déficit establecido en el PGN 2022 es poco probable, ya que ello implicaría una significativa desaceleración en el nivel de gasto o inversión pública en el segundo semestre. Las perspectivas fiscales permanecen bastante frágiles y se resumen en un elevado déficit fiscal que no permite estabilizar el nivel de endeudamiento o recomponer los amortiguadores fiscales. Esta situación, combinada con una política monetaria todavía acomodaticia, sigue constituyéndose en una importante fuente local de presiones inflacionarias. La prioridad del fisco debería ser volver a los márgenes establecidos por la LRF de manera a garantizar, cuanto menos, la estabilidad y solvencia macroeconómica en el mediano plazo.

El deterioro de la salud de los indicadores macroeconómicos es significativo.

En los últimos años el endeudamiento público de Paraguay creció aceleradamente y casi se ha duplicado (crecimiento del 81%), pasando de representar el 19,8% del PIB a fines de 2018 a 35,8% a mayo de 2022. Actualmente, tanto el déficit anualizado (-3,6% del PIB), el nivel de endeudamiento público como porcentaje del PIB (35,8%), el nivel de inflación (11,4%), y la ausencia de crecimiento (con expectativas de contracción económica) hacen que las condiciones económicas actuales se asemejen a las que Paraguay experimentaba a inicios del siglo (circa 2002–03) cuando enfrentaba su peor momento económico reciente. Es urgente la implementación de medidas correctivas de manera a reconstruir los márgenes de maniobra de las políticas macroeconómicas.

	2002	2022
Crec. PIB	-2,3%	-1,5%
Inflación	14,6%	11,4%
Déficit Fiscal (%PIB)	2,3%	3,6%
Deuda Pública (% PIB)	49,6%	35,2%
Atraso Proveedores (% PIB)	1,7%	1,2%

* Números a abril para 2022. Crecimiento del PIB esperado para 2022.

¹⁰ El déficit fiscal anualizado ha estado fluctuado entre 3,8% y 3,6% del PIB entre julio del 2021 y mayo del 2022.

