

# Situación Paraguay

Segundo Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **Paraguay creció un extraordinario 14,5% en 2010**, impulsado por la recuperación de la agricultura, después de una prolongada sequía.
- **La inflación sube, superando el 10% anual, impulsada en parte por alzas transitorias de precios importados.** El Banco Central está reaccionando con fuerza, por lo que esperamos que ella se reduzca a cifras cercanas a 7% mediano plazo.
- **Paraguay podría crecer en torno al 6% en 2011** impulsado por una buena cosecha agrícola y cuantiosas inversiones públicas y privadas.
- **A futuro, la dependencia de la agricultura es una fuente de inestabilidad asociada a la climatología**, por lo que el país debe buscar mecanismos fiscales para aminorarla.

## Índice

|   |    |
|---|----|
| 1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades ..... | 3  |
| 2. Paraguay mantiene fuerte impulso de crecimiento.....   | 5  |
| 3. Perspectivas y Riesgos.....                            | 8  |
| 4. Tablas.....  | 11 |

Fecha de cierre: 10 de mayo de 2011

## 1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

### **La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja**

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

### **Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial**

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

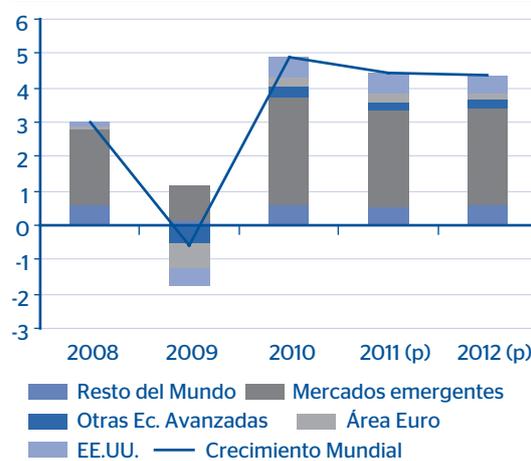
En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

### **Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas**

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y

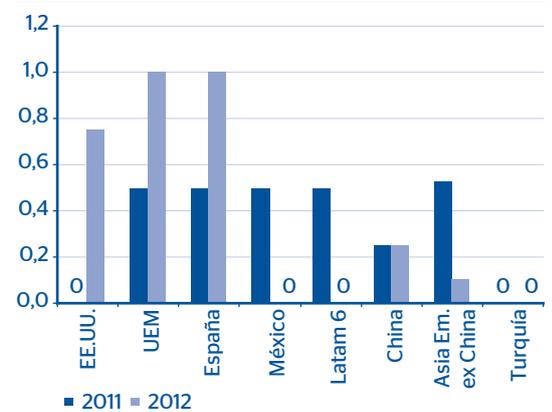
la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB global y Contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
Cambios en las tasas de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

### Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero –con una entrada inmediata del capital privado–, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal –incluyendo a los gobiernos regionales– y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

### **En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política**

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

### **El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, aunque en el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de precio de las materias primas**

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

## **2. Paraguay mantiene fuerte impulso de crecimiento**

### **Paraguay creció 14,5% en 2010, basado en la recuperación de la agricultura**

El crecimiento en Paraguay finalmente alcanzó el 14,5% a/a en 2010, la tasa más alta desde que se tiene registro y tan sólo por debajo de Qatar a nivel mundial. Este crecimiento fue el reflejo de un año climatológicamente excepcional que llevó al sector agrícola a crecer un 47% a/a, tras la fuerte sequía de 2009. A ello se añade un entorno de recuperación económica de las economías emergentes y en particular de Brasil, que dio soporte a la demanda externa y a las altas cotizaciones de los precios internacionales de los principales productos de exportación del país, la soja y la carne.

El sector agrícola es el eje principal de la actividad económica de Paraguay, concentrando cerca del 30% de la producción total del país. El fuerte crecimiento de 2010 estuvo basado en gran parte en el gran auge del sector, que con un crecimiento del 47% a/a, contribuyó en un 50% al crecimiento del PIB. El principal cultivo continúa siendo la soja, con una recolección de 7,5 M de toneladas en 2010, elevando su producción en un 95% con respecto a 2009. En 2010, el país exportó en torno a 4,7M de toneladas de soja, un 120% adicional a lo que exportó en 2009, e incluso un 30% adicional a lo que exportó en 2008, año de condiciones climáticas muy favorables. Esta exportación supone un 44% del total de las exportaciones que realiza el país, reportando 1600 M USD.

### **Junto a la agricultura, la construcción y la ganadería, aportaron al dinamismo de Paraguay con crecimientos del 13,2% y 8,5% respectivamente**

La construcción experimentó un fuerte auge en 2010 con un incremento del 13,2% a/a. Tras el crecimiento experimentado por la exportación de soja, muchos paraguayos vieron en la inversión en construcción un importante mecanismo de ahorro, lo que unido al fuerte respaldo por parte del sistema bancario para la financiación de largo plazo de viviendas y los créditos otorgados por la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), hicieron del sector construcción uno de los motores del fuerte crecimiento del pasado año.

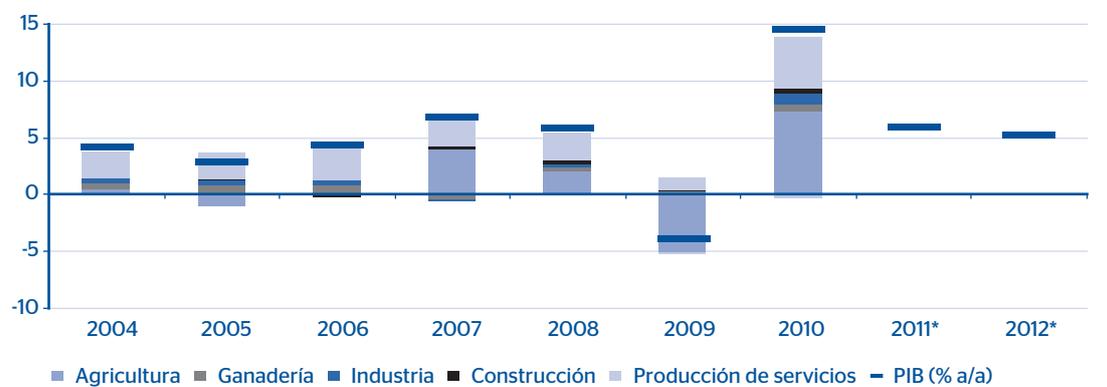
Por su parte, el sector inmobiliario se encuentra en alza tras la demanda acumulada insatisfecha a lo largo de los años, especialmente en los segmentos de clases media-alta. El aumento de la competencia entre los actores financieros y la reducción en las tasas de interés, están generando condiciones favorables para la obtención de créditos a más largo plazo (de hasta a 30 años, nunca visto antes en Paraguay), incluso en comparación con otros países de la región como Brasil o Argentina, lo que está atrayendo a inversores del extranjero hacia el sector. Este crecimiento sin precedentes, generó en el país un importante déficit de cemento. En el pasado estos déficits habían sido suplidos con la importación de este material desde Brasil, Argentina o Uruguay, pero en la actualidad no es posible dado el aumento de la construcción que también experimentaron dichos países y que redujo la oferta. La solución ya se encuentra en camino mediante proyectos ya aprobados de construcción de diversas plantas cementeras.

### El sector ganadero y en especial la exportación de carne, esta tomando cada vez más peso en el desarrollo económico paraguayo, con un crecimiento de 8,5% a/a en 2010

Su peso dentro de las exportaciones ha venido creciendo en los últimos años, suponiendo en 2010 el 20% de las exportaciones totales, frente al peso del 3,5% de la última década. Además de crecer en importancia, la exportación de carne paraguaya comienza a considerarse un recurrente producto de exportación tras los incrementos en toneladas exportadas superiores al 10% de los últimos años y que en 2010 alcanzaron el 17% respecto al año anterior. En el último año, este tipo de exportación ha generado 1140 M USD, cifra muy superior a las 622 M USD de 2008 (record histórico hasta entonces).

Otros sectores a destacar por su fuerte crecimiento son la industria (7% a/a) y el comercio (10,9% a/a), ambos muy favorecidos por la rápida recuperación tras la crisis de 2008-2009 de toda la región, basada principalmente en la fortaleza de la demanda interna, en especial en un país fronterizo tan importante para Paraguay como es Brasil (la demanda interna de Brasil creció 8,5% a/a en 2010).

Gráfico 3  
PIB y contribuciones (%)



\* Previsiones  
Fuente: Banco Central de Paraguay y BBVA Research

### Comercio hidroeléctrico con Brasil y Argentina

Desde el punto de vista de comercio exterior, la principal transacción realizada por Paraguay con el resto de países, está relacionada con el comercio de energía hidroeléctrica.

La represa de Itaipú, ubicada en el Río Paraná es compartida a partes iguales entre Paraguay y Brasil, en virtud de un tratado firmado en 1973 entre ambos países, siendo actualmente la represa de mayor producción de energía hidroeléctrica en el mundo. Pese a disfrutar de una participación del 50%, Paraguay tan sólo consume un 10% del total de la energía generada, vendiendo el excedente a Brasil a un precio preferencial de US\$3/MWh. Según un nuevo acuerdo iniciado en julio de 2009 y que hoy ya cuenta con la aprobación de los dos Congresos, a la espera de su firma final, el precio al que Paraguay vende a Brasil la energía no consumida debería ascender a US\$9/MWh, elevando los US\$120 millones que actualmente recibe (0,8% del PIB) a US\$360 millones (2,3% del PIB). Además de la negociación del precio de la energía, en el acuerdo se han

introducido cambios importantes para Paraguay que se podrán en práctica paulatinamente. Entre los más destacados estarían la posibilidad de vender dicha energía a Argentina o Uruguay, haciéndolo a precio de mercado (US\$45/MWh).

La represa de Yacyretá se encuentra ubicada en el Río Paraná formando una frontera entre Paraguay y Argentina. La represa fue oficialmente inaugurada el pasado 25 de febrero de este mismo año, 38 años después de iniciada su construcción. La culminación de la represa permitirá alcanzar el 100% de su capacidad productiva, generando ingresos para Paraguay en torno a los 400 millones de dólares. Uno de los retos que presenta el proyecto, es la consecución de un acuerdo general con Argentina y el pago de la deuda que en estos momentos posee Paraguay con Argentina, la cuál asciende a 6200M USD.

### El fuerte crecimiento ha ido acompañado por un alza de la inflación, por lo que el Banco Central seguirá restringiendo la liquidez

La inflación en Paraguay acabó 2010 ubicándose en el 7,2% a/a en promedio para el año, la que ha seguido subiendo para alcanzar actualmente el 10%. Éste alza en los precios viene explicada por varios motivos. Uno de ellos está vinculado con la subida en las cotizaciones internacionales de productos alimenticios y petróleo, en particular de la carne, que impacta directamente en la canasta de los consumidores paraguayos. Otro de los motivos estaría relacionado con los altos niveles de exportación de alimentos por parte de Paraguay, lo que genera escasez de oferta dentro del país, encareciendo su precio. Por último, aunque no menos importante, hay que tener en cuenta la gran relación existente entre Paraguay y Brasil, principal origen de las importaciones realizadas por el país y cuyos precios están subiendo a un ritmo cercano al 6% (en reales), a lo que hay que agregar el efecto de la apreciación relativa del real respecto del guaraní, lo que genera efectos de “inflación importada” sobre Paraguay.

Por el lado de los alimentos, los precios internacionales han regresado a niveles máximos de 2008, según el índice de la FAO. En especial, el precio de la soja se situó en febrero de este año un 48,6% por encima del mismo mes de 2010. Situaciones similares se han vivido con los precios del maíz o el trigo, con incrementos para el mismo periodo del 90% y 70%, respectivamente.

La cotización internacional del petróleo, que supera ya los 100 USD/barril frente a los 75 USD/ barril de febrero de 2010, apoyándose en una demanda que se incrementará conforme la recuperación de las economías avanzadas y emergentes continúa. A ello se añade la incertidumbre que ha surgido sobre el suministro de crudo proveniente de Medio Oriente y del norte de África vinculada a la agitación social y política en algunos países de esa zona, prima que se mantendría por algún tiempo.

La fuerte subida de los precios ha convertido a la inflación en el principal objetivo del Banco Central, el cuál fijó el rango meta de inflación de política monetaria en 5%, +/- 2,5 pp. En este contexto, el BC ha alzó las tasas de interés en más de 400 pbs desde julio de 2010 y situándolos actualmente en torno al 29%.

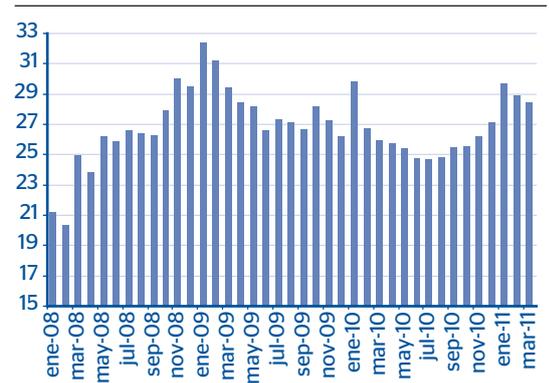
Por otra parte, sin embargo, el BC también ha intervenido comprando dólares, para aminorar la apreciación del guaraní, que en 2010 subió 8% respecto del dólar.

Gráfico 4  
Inflación (% a/a)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 5  
Tasas efectivas activas en moneda nacional



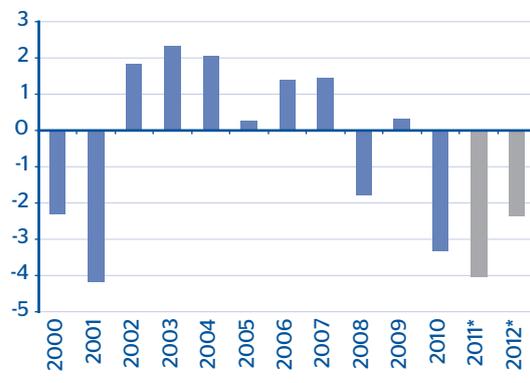
Fuente: Datastream y BBVA Research

### Situación fiscal y cuentas externas

El superávit del Gobierno Central alcanzó el 1,4% del PIB en 2010, mejorando así con respecto al resultado del año previo (cuando se ubicó en el 0,1% del PIB). El fuerte dinamismo de la demanda interna impulsó la recaudación fiscal un 24% a/a, mientras que por el lado del gasto público (corriente y en particular de capital) este se moderó en línea con la gradual finalización del Plan de Reactivación Económica implementado desde 2009 para paliar los efectos de la crisis económica global.

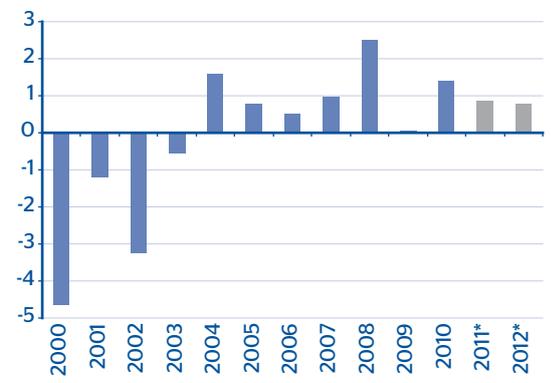
La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un deterioro en 2010 (déficit de 3,3% del PIB) con respecto al año previo (déficit de 0,3% del PIB). Aunque las exportaciones crecieron de manera importante (43% a/a) debido a la recuperación de la cosecha agrícola y a los crecientes precios de exportaciones, la fortaleza de la demanda interna impulsó aún más las importaciones (44% a/a), tanto de capital como de consumo.

Gráfico 6  
**Balanza Comercial (% PIB)**



\* Previsiones  
Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 7  
**Saldo Fiscal (% PIB)**



\* Previsiones  
Fuente: BCP y BBVA Research

## 3. Perspectivas y Riesgos

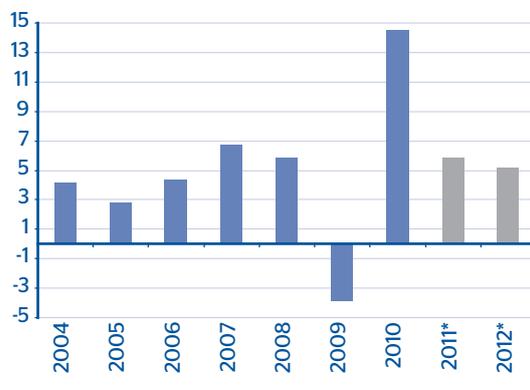
### Tras el fuerte incremento de 2010, Paraguay podría crecer en torno al 6% en 2011

Tras acabar 2010 con niveles de crecimiento históricos nunca antes vistos en Paraguay, los indicadores de alta frecuencia de los primeros meses de 2011, continúan mostrando sesgos positivos de crecimiento, aunque moderando el ritmo de los meses previos. El Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) ha mostrado un crecimiento anual promedio de 5% en los dos primeros meses de 2011. Si bien hubo alguna preocupación por posibles problemas climáticos, finalmente las lluvias llegaron en cantidad y oportunidad muy favorables, por lo que nuevamente se esperan rendimientos record en soja, lo que unido a un aumento cercano al 5% en la superficie cultivada asegura un piso de crecimiento superior al de tendencia. Ello debe dar nuevo impulso para que la demanda interna mantenga estos buenos ritmos de actividad, de manera que Paraguay termine 2011 con un crecimiento cercano al 6% a/a, nivel similar a los mostrados antes del periodo excepcional de 2010 y aún por encima de su potencial, más cercano al 4-5%. El sector de la construcción será un motor de crecimiento clave este año.

### La inflación por su lado está tomando un dinamismo cada vez mayor dado el aumento de la demanda interna y en especial del consumo

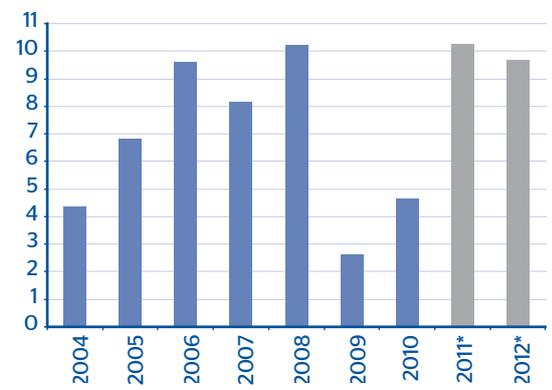
En los cuatro primeros meses del año, el promedio de la inflación en términos anuales alcanzó el 9,2%, por encima del 4,6% promedio de 2010 o el 2,6% de 2009. Con estos indicios, nuestra previsión para 2011 en promedio alcanzaría los dos dígitos, en torno al 10%, generando altas presiones sobre la meta del Banco Central, por lo que prevemos que continúe la política restrictiva a o largo del año.

Gráfico 8  
Previsiones de crecimiento



\* Previsiones  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 9  
Previsiones de inflación



\* Previsiones  
Fuente: Datastream y BBVA Research

### La senda positiva de las cuentas del sector público se mantendría en 2011

Se generará un nuevo impulso fiscal a través del gasto mediante las inversiones en infraestructura y caminos que tiene previsto el gobierno paraguayo en 2011. En compensación, los ingresos mostrarán un continuo incremento vinculado a la expansión de la actividad, mediante la tributación al consumo. Así, el superávit público alcanzaría el 0,9% del PIB este año. A 2012, esperamos un impacto positivo adicional en los ingresos no tributarios en torno al 1% del PIB, con motivo del aumento en la compensación por el excedente de energía eléctrica paraguaya de Itaipú vendida a Brasil, el cuál permitirá mantener el déficit fiscal por debajo del 1% del PIB.

Cabe mencionar que la presión tributaria en Paraguay (13% del PIB) se ubica en un nivel relativamente bajo en comparación con otros países de la región. Ello dificulta el gasto en infraestructura, necesario para incrementar la capacidad productiva de la economía y sostener tasas de crecimiento más elevadas de manera prolongada. En este sentido, iniciativas como el Impuesto a la Renta Personal (IRP) cobran vital importancia y se espera que las autoridades logren que no haya más retrasos en su entrada en vigencia (a final de 2010 se volvió a retrasar hasta 2013), de manera que se pueda disponer de recursos adicionales para afrontar gastos de capital necesarios sin dañar el balance de las cuentas públicas.

### El dinamismo económico jugará en contra de las cuentas externas

La cara negativa del dinamismo que vive actualmente Paraguay se reflejará claramente en sus cuentas externas. Desde el punto de vista exportador, el dinamismo que vive actualmente Brasil, importante socio comercial de Paraguay y las altas cotizaciones internacionales de los alimentos y en especial de la soja, generarán en 2011 un incremento en los términos de intercambio de exportaciones ligeramente superiores al 20% con respecto a 2010, beneficiando las arcas externas paraguayas.

La contrapartida negativa vendrá por el lado de las importaciones. Los altos precios internacionales del petróleo y el propio dinamismo del consumo paraguayo, provocarán un fuerte crecimiento de las importaciones, que tanto en volumen como en valor serán superiores a las exportaciones, generando déficits por cuenta corriente cercanos al 4% del PIB en 2011, continuando la senda deficitaria ya iniciada en 2010 (-3,3% del PIB).

Al igual que en las cuentas públicas, las regalías adicionales que recibirá Paraguay por la venta de energía a Brasil, recuperarán la partida de servicios, reduciendo su déficit por cuenta corriente hasta el 2,4% del PIB en 2012.

## Grandes proyectos de inversión en los próximos años

Más allá de 2010, las perspectivas son positivas para Paraguay. El alto crecimiento registrado, el alto potencial del que dispone el país y especialmente su privilegiada situación geográfica fronteriza con Argentina y Brasil, han situado a Paraguay en el punto de mira de inversores internacionales, especialmente brasileños. A estas características habría que sumarle los considerables beneficios y exoneraciones impositivas para las empresas<sup>1</sup>.

Para los próximos años, Paraguay espera grandes inversiones, tanto desde el ámbito público como desde el privado. El sector público tiene previsto invertir en los próximos años, en un horizonte a 2020, en torno a USD 6.252 millones en infraestructura y USD 1.406 millones en caminos lo que generaría un flujo anual de inversiones cercano a los USD 850 millones, un 4,8% del PIB de 2010. Entre otros proyectos se destaca la inversión de USD 300 millones por parte del Ministerio de Obras Públicas en la rehabilitación de la franja costera y mejora del casco histórico y del transporte, la ruta Concepción-Vallemí con un coste de USD 100 millones y la instalación de dos nuevas líneas de 500 kv para llevar la energía hidroeléctrica desde la represa de Yacyretá hasta Asunción con un costo de USD 550 millones y la comunicación de las dos grandes represas de Paraguay, Itaipú y Yacyretá.

Por su parte, el sector privado planea invertir cerca de USD 8.500 millones en el mismo horizonte. El proyecto más importante y que en estos momentos se encuentra en proceso de aprobación, es la creación de una planta de producción de aluminio por parte de la empresa Río Tinto Alcan por valor de USD 3.500 millones. De acuerdo al proyecto, la planta estaría ubicada en el sureste del país, entre las dos grandes hidroeléctricas. De firmarse un acuerdo con el Gobierno de Paraguay, la multinacional comenzaría su producción en 2016. Solo en su fase de construcción, la central requerirá de 3.800 personas y en forma directa contrataría, cuando entre en fase de operación, más de 14.000 obreros.

Adicional a Río Tinto, existen varios proyectos en valoración. Algunos de estos están relacionados con concesiones, tras la aprobación por parte del Congreso de la concesión de los principales aeropuertos del país a empresas privadas, Paraguay tiene en mente otros proyectos como la concesión de rutas, puertos o dragados de hidrovía. Otros proyectos se centran en la instalación de plantas industriales como la de extracción de titanio, la construcción de un poliducto por USD 1.000 millones refinerías de aceite de soja, cemento, acero y flota fluvial, que se instalarán en el país con una inversión de USD 500 millones por parte de empresarios hindúes en los próximos 5 años.

## En el corto plazo el mayor riesgo es el sobrecalentamiento de la economía

Con una demanda interna que seguirá creciendo fuerte en 2011, cuantiosos proyectos de inversión y cuellos de botellas en el abastecimiento de algunos insumos básicos, existe el riesgo de que la inflación persista a niveles muy elevados, forzando al Banco Central a restringir con más fuerza la liquidez, a pesar de que las tasas de interés ya son muy elevadas.

Por otra parte, la cuenta corriente ya se ubica en un nivel de 4% del PIB en el escenario base, lo que deja al país en una situación vulnerable, ya sea por un aumento mayor al esperado de la demanda interna, o un alza adicional del precio internacional del petróleo (como la contemplada en nuestro escenario de riesgo global) o una combinación de ambos.

En este contexto, parece altamente aconsejable que el gobierno dosifique el impulso fiscal, facilitando así el ajuste de la demanda interna para evitar entrar nuevamente en un ciclo de expansión y recesión, como los que han sido habituales en el pasado.

1: <http://www.rediex.gov.py/ajax-datos?t=inv&id=4>. Beneficios y exoneraciones impositivas. Los proyectos de inversión que sean aprobados pueden gozar, según las características de cada proyecto de inversión, de las siguientes exoneraciones de pago: 1- Impuesto al Valor Agregado en la adquisición de bienes de capital importados (así como los bienes de capital producidos en el Paraguay) que se utilicen en la instalación para la producción industrial o agropecuaria. 2- Todos los tributos que graven la constitución, inscripción o registros de sociedades y empresas. 3- Aranceles e impuestos internos sobre las importaciones de bienes de capital, materias primas e insumos a utilizarse en proyectos de inversión para la fabricación de bienes de capital. 4- Tributos y otros gravámenes a las remesas y pagos al exterior en concepto de intereses, comisiones y capital de los mismos cuando la inversión sea financiada desde el extranjero y sea de al menos US\$ 5.000.000 (Cinco millones de dólares), en un lapso de 10 años.

### El elevado peso de la agricultura deja a la economía vulnerable al clima

En tanto que el sector agrícola tiene impactos directos e indirectos que llegan a sumar el 50% de la actividad de Paraguay, el principal riesgo interno del país de tipo estructural se encuentra en la posibilidad de condiciones climatológicas adversas en los próximos años que mermen en gran medida la producción de soja y otras semillas, generando importantes pérdidas en las exportaciones paraguayas. Si ello se combina con precios algo más bajos, podría causar severas caídas de ingresos en el sector privado y, por extensión, en la recaudación fiscal. En este contexto, las autoridades monetarias no tendrían gran margen de maniobra para la implementación de un estímulo fiscal.

Como el clima no es una variable controlable, la clave para suavizar los ciclos de la economía paraguaya es que las autoridades constituyan ahorros fiscales y de reservas internacionales durante los períodos de auge como el actual, de manera de poder profundizar programas de inversión pública en años en que las condiciones agrícolas no sean tan favorables.

Otro componente importante de esta política preventiva debe ser la apertura de los mercados financieros internacionales, de manera que cuando la agricultura tenga años malos, existan fuentes de financiamiento adicionales a los ahorros del gobierno y de las reservas internacionales para financiar programas de inversión contra cíclicos. Esto hay que hacerlo ahora, ya que será muy difícil de realizar en un ambiente económico desfavorable.

## 4. Tablas

Tabla 1  
Previsiones macroeconómicas anuales

|                                    | 2008 | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|------|-------|------|------|------|
| PIB (% a/a)                        | 5,8  | -3,8  | 14,5 | 5,9  | 5,2  |
| Inflación (% a/a, promedio)        | 10,2 | 2,6   | 4,6  | 10,3 | 9,7  |
| Tipo de cambio (vs. USD, promedio) | 4363 | 4967  | 4739 | 4146 | 4072 |
| Tasa oficial* (% , promedio)       | 25,8 | 28,3  | 26,0 | 29,0 |      |
| Consumo Privado (% a/a)            | 6,8  | -3,4  | 9,9  | 10,1 | 7,1  |
| Consumo Público (% a/a)            | 3,5  | 13,7  | 14,7 | 7,5  | 6,5  |
| Inversión (% a/a)                  | 12,6 | -11,9 | 21,4 | 16,1 | 6,3  |
| Resultado Fiscal (% PIB)           | 2,5  | 0,1   | 1,4  | 0,9  | 0,8  |
| Cuenta Corriente (% PIB)           | -1,8 | 0,3   | -3,3 | -4,0 | -2,4 |

\* promedio ponderado tasas efectivas activas en moneda local  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de América del Sur:***Economista Jefe para América del Sur***Joaquín Vial**  
+(562) 351 1200  
jvial@bbvaprovida.cl**Myriam Montañez**  
+(562) 939 1052  
miriam.montanez@grupobbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.comRegulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.comPensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com*España y Europa:***Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.comEspaña  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.comEuropa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com*Estados Unidos y México:*Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.comMéxico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.comAnálisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hkChina  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hkIndia  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.comSudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.clArgentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbvafrances.com.arChile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.clColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.coPerú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.peVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com*Escenarios Económicos y Financieros :*Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
scastillo@grupobbva.comEscenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.comTipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a****BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com