

Situación Paraguay

Primer semestre 2015

Unidad de Perú

- Crecimiento mundial será de 3,5% en 2015 y de 3,9% en 2016. Aceleración del próximo año gracias al soporte de economías desarrolladas que tendrán su mejor registro desde 2010.
- Paraguay se mantendrá como una de las economías más dinámicas de la región en 2015 y 2016, con tasas de crecimiento algo por encima del 4,0%. La demanda interna continuará siendo el principal motor de esta expansión.
- La moneda local mantendrá una leve tendencia a depreciarse en 2015 y 2016 en un entorno de menores precios de exportación, debilidad de la demanda externa y mayor servicio de la deuda con el exterior.
- La inflación seguirá dentro del nuevo rango meta del Banco Central. Una brecha del producto ligeramente positiva y una depreciación acotada compensarán el descenso de los precios internacionales de materias primas.
- No prevemos cambios en la tasa de política en lo que resta del año pues el producto avanzará a un ritmo similar al del potencial y la inflación estará contenida dentro del rango meta.
- Riesgos sobre la proyección de crecimiento están balanceados. A la baja, los principales son un mayor deterioro de la economía brasileña y una depreciación más acentuada del rublo ruso. Al alza, una ejecución más acelerada de los proyectos de infraestructura y un retroceso más pronunciado del precio del petróleo.

Índice

1. Resumen	3
2. El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	5
3. Paraguay: se mantendrá como una de las economías más dinámicas de la región en 2015 y 2016, con crecimientos superiores a 4,0%	7
Recuadro 1. Estimación del PIB potencial y contabilidad al crecimiento	
4. Inflación se mantendrá dentro del rango meta del BCP	16
5. En un entorno de inflación cerca al límite inferior del rango meta y con tendencia a la baja, el BCP reduce su tasa de política monetaria	17
6. Los riesgos sobre la proyección de crecimiento están balanceados	18
Recuadro 2. ¿Qué impacto tiene Brasil sobre los países vecinos?	
7. Tablas	24

Fecha de cierre: 11 de mayo de 2015

1. Resumen

El crecimiento mundial será de 3,5% en 2015, una décima más que el año pasado. Este mejor desempeño provendrá de las economías avanzadas. En el caso de Estados Unidos, en particular, el año inició con un bajo dinamismo que en parte lo explica la atípica severidad de las condiciones meteorológicas, a lo que se sumaron el impacto del menor precio del petróleo sobre el sector energético y la apreciación del dólar sobre las exportaciones. A pesar de ello, estimamos que el producto se acelerará en cinco décimas este año, hasta 2,9%, apoyado en la fortaleza que continúa exhibiendo el mercado laboral, algo que le dará soporte al gasto de las familias en los próximos trimestres y de esta manera a la actividad económica. En este contexto, prevemos que la FED empezará a elevar su tasa de política en setiembre y que los incrementos posteriores serán graduales. Por el lado de las economías emergentes, el panorama es distinto. En China y Latinoamérica, la desaceleración económica ha ido ganando espacio. El crecimiento de la primera, en particular, se ha ido moderando debido al ajuste en el mercado inmobiliario, la apreciación de la moneda doméstica, y los efectos de la consolidación fiscal de los gobiernos locales, pero las medidas de estímulo que vienen implementando las autoridades, y que se espera que continúen, favorecerán que la expansión del producto en 2015 se ubique en 7,0%. Hacia adelante, el soporte de las economías avanzadas llevará a que el dinamismo del PIB mundial en 2016 sea aún mayor, de alrededor de 3,9%.

La economía paraguaya avanzará 4,2% en 2015, impulsada por la demanda interna, y mantendrá ese ritmo de expansión en 2016, lo que la ubicará como una de las más dinámicas de la región en los próximos dos años. El PIB aumentó 4,4% en 2014, apoyado en la demanda interna, y mostró una aceleración en el último trimestre de ese año, dinamismo que se mantuvo a principios de 2015. Preveemos que en los siguientes dos años el motor principal del crecimiento será la inversión, tanto privada como pública, debido a que nuevos proyectos de infraestructura bajo el esquema de Asociación Público Privada empezarán a ser construidos. El aporte al crecimiento de la producción agrícola, por otro lado, será acotado debido a que la cosecha de soja (principal producto agrícola) ya se ubica en niveles récord.

En el medio plazo, nuestro escenario base considera que la expansión de la actividad seguirá en línea con la del potencial. Para sostener ese ritmo será necesario continuar implementando reformas para reducir los problemas de infraestructura, generar un mejor clima para los negocios con el fin de atraer más inversión, mejorar la educación, y diversificar la economía y la base exportadora.

Por el lado de las cuentas fiscales esperamos déficit manejables y decrecientes en los siguientes dos años. El déficit fiscal se ubicará alrededor de 1,5% del PIB en 2015 y disminuirá a 0,7% en 2016. Esta senda considera que el Gobierno realizará ajustes para mantener el déficit dentro de los límites contemplados en la ley, lo que contribuirá a consolidar la credibilidad de la regla fiscal.

Del lado externo, en el corto plazo habrá una mejora transitoria en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Preveemos un leve superávit en 2015, principalmente explicado por el efecto positivo del descenso del precio promedio del petróleo en un contexto en el que Paraguay es un importador neto de este insumo. Ello será en parte compensado por el impacto negativo de los menores precios de exportación (agrícolas) y la debilidad de la demanda externa. **En 2016,** cuando proyectamos que el precio promedio del petróleo revierta al alza, **la cuenta corriente volverá a ser ligeramente deficitaria. En este contexto, la moneda local seguirá una tendencia a debilitarse moderadamente.**

En cuanto al panorama de precios, proyectamos que la inflación seguirá ubicándose dentro del rango meta. La meta de inflación fue modificada a inicios de año, recortándose de 5% (+/- 2,5pp) a 4,5% (+/- 2pp). Ello es más coherente con el ritmo al que han venido incrementándose los precios desde hace tres años y es consistente con las expectativas inflacionarias de corto plazo. Además, favorece la desdolarización financiera. Preveamos que en 2015 la meta será alcanzada, pues el impacto al alza de la depreciación de la moneda local y de la brecha del producto ligeramente positiva será compensado con el descenso de las cotizaciones internacionales de las materias primas (petróleo y alimentos).

En este entorno en el que la actividad avanzará a un ritmo similar al del potencial y la inflación se mantendrá dentro del rango meta, **preveamos que el Banco Central de Paraguay mantendrá la tasa de interés de referencia en su nivel actual de 6,25% durante lo que resta del año.**

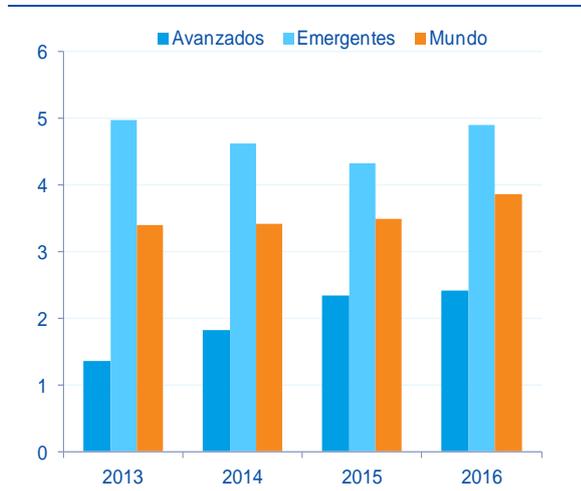
Finalmente, los factores de riesgo sobre nuestra proyección de crecimiento están balanceados. Los principales escenarios que inducirían un impacto negativo sobre el crecimiento de este año son un mayor deterioro que el anticipado de la economía brasileña, el principal mercado para las exportaciones paraguayas, y una depreciación más acentuada que la prevista del rublo ruso, algo que resentiría la demanda de bienes importados que tiene este país, entre ellos la de carne de Paraguay. De otro lado, también se tienen riesgos al alza sobre la proyección de crecimiento económico. Uno de ellos es que los proyectos de infraestructura que se tienen en cartera se ejecuten de manera más rápida. El otro, que la cotización internacional del petróleo (como promedio en el año) descienda más que lo esperado, lo que es beneficioso para una economía que es importadora neta de este insumo porque le da soporte al gasto de las familias y abarata los costos de producción en el país. Tomando en cuenta la probabilidad de ocurrencia que le asignamos a cada uno de estos eventos y el impacto que tendrían sobre la actividad económica, los riesgos sobre la previsión de PIB están balanceados.

2. El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

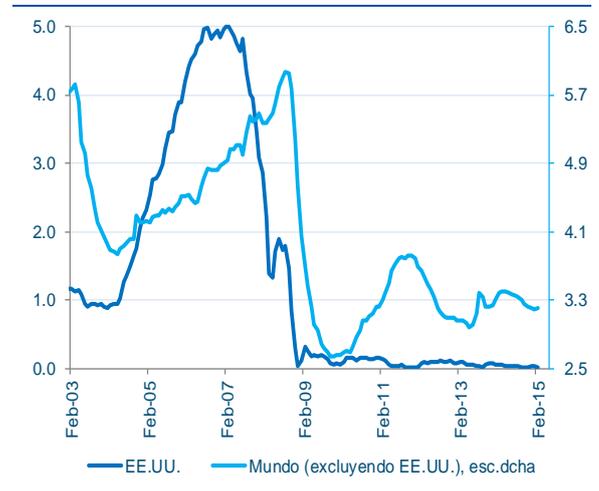
La moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre se produjo por la desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia y Brasil). La consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial, Previsiones 2015-16 (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research

Así, revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014 (ver gráfico 2.1). En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. En efecto, se ha producido un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés (ver gráfico 2.2), en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación de su deuda.

Se ralentizó el crecimiento en EEUU en el primer trimestre...

EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el 0,2% trimestral anualizado frente a un incremento del 1% en promedio en los tres trimestres anteriores. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, a lo que se une la caída del precio del petróleo y su impacto sobre el sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones. Con todo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado. Así, el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% en 2015 y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Lo más probable es que el primer aumento de la tasa de política se produzca en septiembre de 2015, con una subida gradual posterior para llegar no más allá de 1,5% a finales de 2016.

... y también lo hizo en China

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, al crecer 7% interanual en el primer trimestre de 2015, con un ajuste de la producción industrial y la inversión, pero un mejor comportamiento relativo del consumo privado. La desaceleración viene de la mano de la corrección en curso del mercado inmobiliario, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo; el deterioro de competitividad por la apreciación global del renminbi y, por último, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en 2014.

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal. Ya en 2016, el crecimiento se seguiría ajustando al 6,6%.

La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

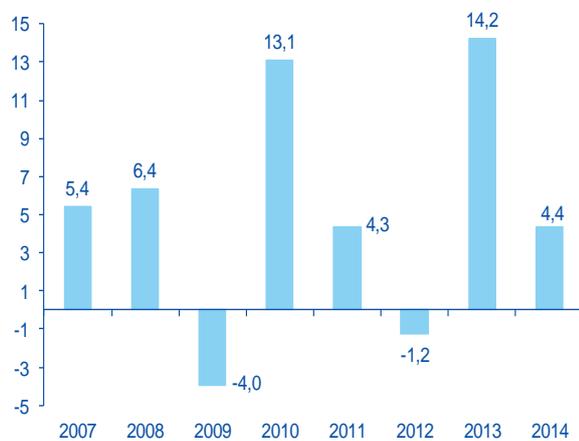
La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido al ritmo más elevado desde mediados de 2011, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La recuperación viene impulsada por las mejores condiciones de financiación y la depreciación del euro, ambas generadas por el programa de quantitative easing del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. De este modo, el avance anual del PIB sería 1,6% en 2015, que aumentaría a 2,2% en 2016.

3. Paraguay: se mantendrá como una de las economías más dinámicas de la región en 2015 y 2016, con crecimientos superiores a 4,0%

El PIB se expandió 4,4% en 2014, mostrando una aceleración en el último trimestre. La actividad mantuvo una tendencia favorable al inicio de este año

Luego de un año de fuerte expansión, en 2014 el PIB registró un crecimiento más moderado y en línea con su tendencia de largo plazo (ver Gráfico 3.1). Por el lado sectorial, la actividad más dinámica fue la Construcción (ver Tabla 3.1), la que registró un crecimiento de 14,0%, debido al impulso asociado al desarrollo de proyectos de infraestructura vial así como por edificaciones residenciales y comerciales. La Ganadería también mostró un fuerte avance, de 13,0%, favorecida por el reconocimiento de la alta calidad de la carne paraguaya, lo que le permitió abrir nuevos mercados y mejorar los precios. Los principales destinos continuaron siendo Rusia, Brasil, Angola, Chile y Hong Kong. Otro sector de buen desempeño en 2014 fue la Industria con un crecimiento de 8,3%, mientras que los Servicios lo hicieron en 5,8%.

Gráfico 3.1
PIB
(Var.%)



Fuente: BCP y BBVA Research

Tabla 3.1
PIB por sectores económicos
(Var. %)

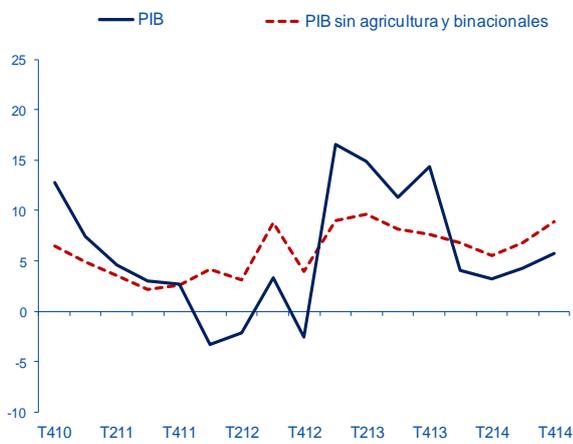
	2013	2014
Agricultura	57,5	1,5
Ganadería	9,6	13,0
Explotación forestal y pesca	-1,1	3,4
Minería	8,9	9,9
Industria	7,9	8,3
Construcción	9,6	14,0
Electricidad y agua	7,1	8,0
Comercio, Servicios y otros	9,1	5,8
PIB	14,2	4,4
PIB sin agricultura y binacionales	8,6	7,0

Fuente: BCP y BBVA Research

Con respecto a la actividad agrícola, sector económico que representa aproximadamente el 20% de todo el producto, es interesante señalar que creció 1,5%, a pesar de una alta base de comparación debido al récord de producción registrado en 2013 (57,5%). El avance de este sector se atribuye a los buenos rendimientos alcanzados por los principales cultivos (como la soja).

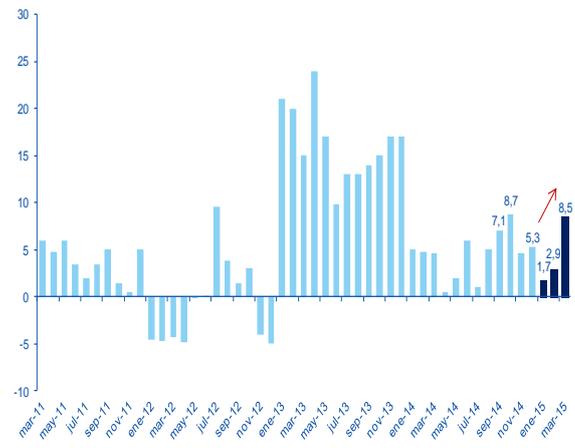
Es interesante señalar que en 2014 el crecimiento fue menos dependiente de las actividades más volátiles y el conjunto de las actividades más vinculadas con la demanda interna tuvo un mayor protagonismo. En este sentido, se observó que la expansión del PIB, sin considerar a la agricultura y las binacionales, se ubicó en 7,0% (ver Tabla 3.1 y Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2
PIB
(Var.%)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.3
Indicador Mensual de Actividad Económica
(Var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

Desde la perspectiva del gasto, la formación bruta de capital se expandió 10,6%, impulsada por el desarrollo de proyectos públicos y privados. El consumo total (privado y público) creció 4,4%, destacando el consumo de bienes durables y semidurables. Por el lado de la demanda externa, las exportaciones registraron un leve incremento de 0,9%, afectadas por el menor crecimiento de Brasil, principal socio comercial que representa aproximadamente el 30% de las ventas paraguayas al exterior. Las importaciones registraron un crecimiento de 2,8%.

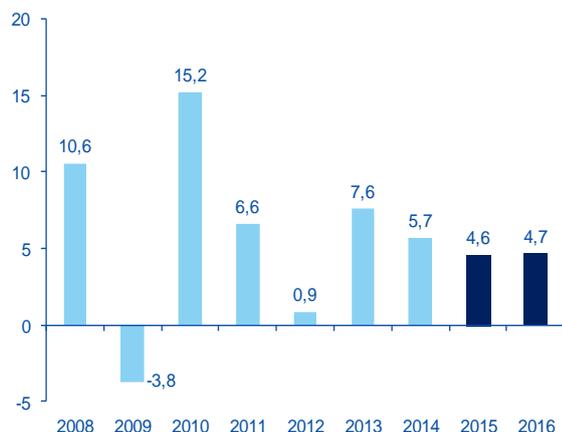
El año inició con buen ritmo

En el mes de marzo, los indicadores de actividad mantuvieron una evolución favorable. El Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) registró una variación interanual de 8,5% (ver Gráfico 3.3). Los principales sectores detrás de este crecimiento fueron Servicios (destacando los servicios financieros, gubernamentales de transporte y comercio) e Industria (en donde se observó un mayor dinamismo la producción de textiles, carne, madera, químicos y aceites). Además, se observó un desempeño favorable en las construcciones y la producción de energía eléctrica por parte de las binacionales. Excluyendo los sectores de Agricultura y las binacionales, el indicador de actividad mostró un avance de 11,4% en términos interanuales en marzo.

Prevedemos que el crecimiento de este año y el próximo serán de 4,2%, en línea con el ritmo de expansión del PIB potencial

Nuestras previsiones toman en cuenta que la economía paraguaya mantiene buenos fundamentos: bajo nivel de deuda pública sobre PIB, alto nivel de reservas internacionales y desbalances externo y fiscal acotados. Además, en el escenario base asumimos que se mantienen los programas de reformas para favorecer la acumulación de capital y corregir ciertas debilidades estructurales. Finalmente, se incorpora un escenario externo caracterizado por la volatilidad de los mercados financieros y la debilidad económica de algunos de los principales socios comerciales de Paraguay.

Gráfico 3.4
Demanda Interna
(Var.% interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

Tabla 3.2
PIB por el lado del gasto
(Var.% interanual)

	2013	2014	2015	2016
Demanda Interna	7,6	5,7	4,6	4,7
Consumo*	4,7	4,4	3,9	4,0
Formación Bruta de Capital**	20,2	10,6	6,7	6,9
Exportaciones	18,4	0,9	1,2	1,8
Importaciones	6,8	2,8	1,7	2,5
PIB	14,2	4,4	4,2	4,2

*Considera consumo privado y público ** Considera la inversión bruta fija e inventarios.

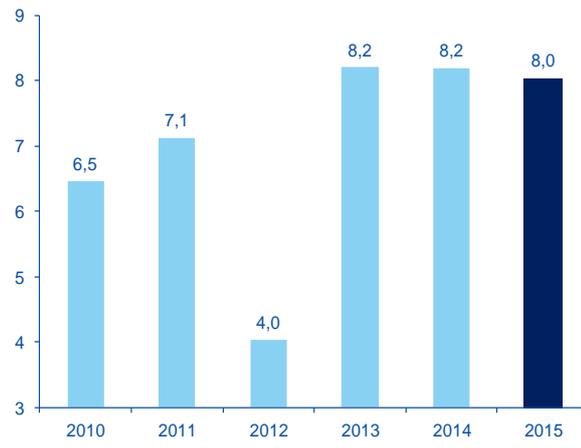
Fuente: BCP y BBVA Research

En este contexto, prevemos que la demanda interna volverá a ser el principal motor de crecimiento, impulsada por mayores niveles de inversión tanto privada como pública. Proyectamos un crecimiento de la inversión cercano al 7% para el 2015 y 2016 (ver Gráfico 3.4 y Tabla 3.2). A los proyectos de infraestructura que ya están en marcha o en agenda (como mejoramiento de rutas, carreteras y caminos vecinales, el Metrobus, modernización de aeropuerto Silvio Pettrossi, viaducto de Madame Lynch, Rutas 2 y 7, entre otros), se sumarían nuevos proyectos a desarrollarse bajo el esquema de Asociación Público Privadas (APP). Cabe mencionar que Paraguay mejoró dos lugares (del puesto 14 al 12) en el ranking de clima para la inversión privada en infraestructura de APP, según el informe Infrascopio 2014 del BID.

Por el lado sectorial, cabe señalar que los niveles récord de producción registrados en las últimas dos campañas sojeras acotarán el crecimiento de la agricultura hacia adelante. De hecho, anticipamos que los niveles de producción serán similares a las de las campañas anteriores, en línea con la previsión de la Cámara Paraguaya de Exportadores y Comercializadores de Cereal y Oleaginosas (ver Gráfico 3.5). El principal tema de preocupación es la reducción de los precios (Ver Gráfico 3.6), por sus efectos sobre inversión, ya que la producción se mantendría dado que los márgenes seguirán siendo buenos. Teniendo en cuenta los menores precios promedio de exportación de los principales rubros agrícolas (granos de soja, harina y aceite de oleaginosas, cereales y madera) y el volumen de ventas al exterior, entre enero y abril del 2015 el valor exportado se redujo aproximadamente en USD 760 millones respecto a similar periodo del año

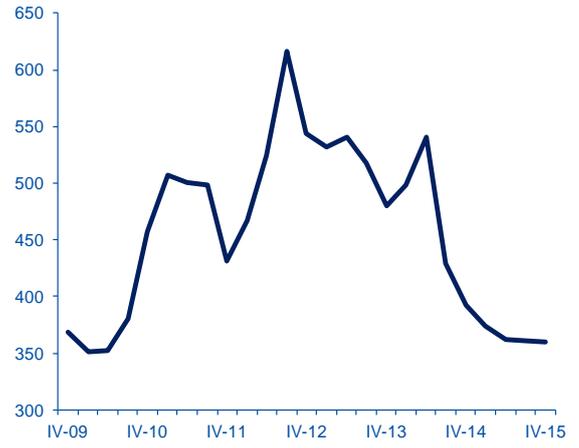
2014. De mantenerse esta tendencia en los precios, en el caso de la soja se estima una caída del valor exportado de unos USD1200 millones en todo el 2015.

Gráfico 3.5
Producción de Soja
(Millones de Toneladas)



Fuente: CAPECO y BBVA Research

Gráfico 3.6
Cotización Internacional de la Soja
(USD por toneladas)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Sobre la Ganadería se anticipa que se mantendrá como uno de los sectores de mayor dinamismo este año. Cabe agregar que las exportaciones de carne paraguaya a Chile lograron recuperar el liderazgo en dicho país, luego de tres años de haber perdido terreno como consecuencia de la fiebre aftosa del 2011.

No obstante, hacia adelante el reto será enfrentar los cuellos de botella y debilidades estructurales

Para los siguientes años el crecimiento se mantendría en línea con el potencial, el que estimamos se ubica alrededor de 4.5%. Sin embargo, sostener este ritmo asume que se continuará implementando el programa de reformas para reducir los problemas de infraestructura, generar un mejor clima para los negocios para atraer más inversión, mejoras en educación, y diversificación de la economía y base exportadora (ver Recuadro 1).

Recuadro 1. Estimación del PIB potencial y contabilidad del crecimiento

Para la estimación del PIB potencial se parte de la siguiente función de producción Cobb – Douglas:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \dots\dots(1)$$

Donde Y_t es el producto total, A_t es la Productividad Total de los Factores (PTF) y K_t y L_t denotan los insumos de capital y trabajo, respectivamente, y α es la participación del capital en el producto total.

El stock de capital se construye de acuerdo a la siguiente ley de movimiento:

$$K_{t+1} = I_t + (1-\delta)K_t \dots\dots(2)$$

Donde I_t es la inversión total y δ es la tasa de depreciación del capital. Para la estimación del stock del capital se requiere una condición inicial, que se deriva a partir de la siguiente relación en estado estacionario:

$$K_{ss} = I_{ss} / (\delta + g) \dots\dots (3)$$

Donde g es la tasa de crecimiento de largo plazo del stock del capital. Como condición inicial se toma el stock de capital del año 1962, que se estima a partir de la ecuación (3). Para ello, se utiliza la cifra de la inversión del año 1962¹ y fijando una tasa de depreciación (δ) de 8% y una tasa promedio del PIB durante los últimos 60 años, igual al 4.1% (g).

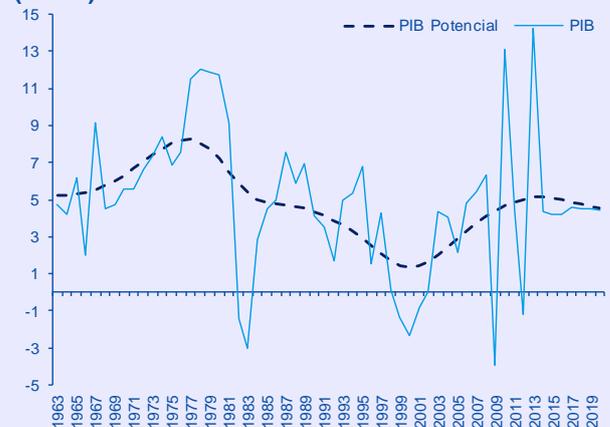
Para la estimación del producto potencial, se introduce las tendencias de la PTF, del K_t y L_t en la ecuación (1). Por su parte, el parámetro α es igual a 0.35².

Resultados

Como se puede apreciar en el gráfico R.1.1, el PIB potencial en Paraguay ha mostrado cambios

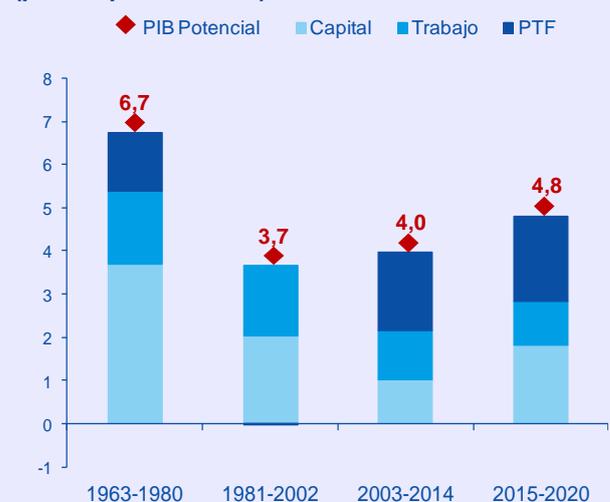
significativos en el último medio siglo. Durante los años 1963-1980, el PIB potencial creció en 6.7%, periodo en el cual un poco más del 50% del crecimiento se explicó por la contribución del capital (ver Gráfico R.1.2), en un contexto de fuerte inversión asociada a la construcción de la Central Hidroeléctrica de Itaipú (1973-1981).

Gráfico R.1.1
PIB Observado y Potencial (Var.%)



Fuente: BBVA Research.

Gráfico R.1.2
Contribución al crecimiento del PIB potencial (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research.

¹ Similar al utilizado en el documento del FMI (2011). Artículo IV.

² Similar al utilizado en el documento del FMI (2011). Artículo IV.

En el periodo 1981-2002 observamos una fuerte desaceleración del crecimiento potencial. La contribución del capital siguió siendo importante debido al desarrollo de grandes proyectos de infraestructura como Yacyretá. Sin embargo, la contribución de la productividad al crecimiento fue ligeramente negativa. Esto sería reflejo de la inestabilidad política durante los años noventa, lo cual redujo los incentivos a invertir. Fernández y Mongue (2003)³.

En el periodo 2003-2014 se evidencia una recuperación del crecimiento potencial, que se explicó por el aporte del capital, en un entorno de condiciones externas favorables caracterizado por los altos precios de los *commodities* agrícolas y bajas tasas de interés globales. También las ganancias de productividad fueron importantes en este periodo.

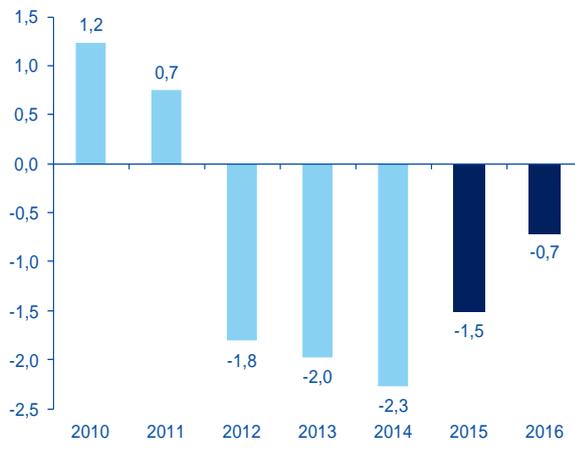
Para que la economía de Paraguay pueda mantener tasas de crecimiento altas es necesario que seguir apuntalando la productividad y competitividad. Para esto, es necesario continuar implementando reformas que ayuden a reducir los problemas de infraestructura, generar un mejor clima para los negocios para atraer más inversión, mejoras en educación, y diversificación de la economía y base exportadora.

³ Fernández Valdovinos, C y Monge Narajo, A. "Economic Growth in Paraguay". Mayo 2003

Cuentas fiscales continuarían con resultados deficitarios

El límite establecido en la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (LTRF) debió entrar en vigencia a partir del año 2015. Aunque el presupuesto inicialmente enviado al Congreso contemplaba este tope (1.5% del PIB para el déficit fiscal), el Congreso aprobó incrementos en el gasto que elevaría el déficit fiscal hasta un 3% del PIB aproximadamente. No obstante, nuestra previsión para el resultado fiscal de este año asume que el gobierno hará ajustes para mantener el déficit dentro de los límites contemplados en la ley, lo que ayudará a consolidar la credibilidad en la regla fiscal. Así, prevemos que este año el déficit fiscal se ubicará alrededor de 1,5% del PIB, y en 0,7% en 2016 (ver Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7
Resultado Fiscal
(% del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.8
Deuda Pública
(% del PIB)



Fuente: FMI y BBVA Research

Por el lado de los ingresos tributarios, destaca que en 2014 se observó un incremento de 18%. Aproximadamente, la tercera parte de este aumento se explicó por los nuevos impuestos creados bajo la reforma tributaria implementada en 2013 (IVA agropecuario, impuesto a la renta personal, impuestos a los créditos, entre otros). Esta tendencia favorable de la recaudación continuó en los primeros dos meses del 2015, con un aumento de 8% con respecto a similar periodo del año previo.

En cuanto a los gastos del gobierno, si bien aún continúan algunos problemas para la ejecución de inversión pública, especialmente para el desarrollo de proyectos más grandes, el gasto de inversión se ha incrementado. En el 2014 la ejecución del Gobierno Central en gasto de capital fue 30% superior a la registrada en el año previo. Además, en los primeros dos meses de este año este rubro creció 48% con respecto al registrado en similar periodo del año anterior.

La deuda del sector público (excluyendo al Banco Central) pasó de 12,8% del PIB en 2011 a un nivel cercano mayor al 21,0% al cierre de 2014 (ver gráfico 3,8). Este incremento se explica por las dos emisiones de deuda pública realizadas en los mercados internacionales en 2013 y 2014 (bonos por USD 500 millones y USD 1000 millones, respectivamente), fondos que se destinarán principalmente al financiamiento de los proyectos de infraestructura que el gobierno tiene en cartera. De esta forma, consideramos que los requerimientos de financiamiento externo ya están cubiertos y, si bien el aumento del ratio de deuda pública ha sido rápido, no revelan el inicio de una dinámica creciente que afecte la

sostenibilidad de las finanzas públicas. Al respecto, cabe señalar que el FMI proyecta que el ratio de deuda pública se estabilizará alrededor del 25% a partir de 2018.

Las fortalezas fiscales de la economía Paraguaya han llevado a una mejora de su clasificación crediticia. En enero de 2015 Fitch Ratings incrementó la calificación de la deuda de BB- a BB, con una perspectiva estable. Además en marzo Moody's hizo lo propio, elevando la calificación de Ba1 a Ba2. Entre las razones detrás de esta última mejora están el paquete de reformas realizado en el 2013, los esfuerzos para diversificar la economía, así como mejoras en la gobernabilidad y en la fortaleza institucional.

Finalmente, cabe agregar que el Ministerio de Hacienda ha empezado a trabajar en el diseño de los lineamientos generales para el presupuesto 2016, el cual estará orientado al Plan Nacional de Desarrollo Paraguay 2030. Este Plan contempla tres ejes estratégicos: (i) Pobreza y desarrollo social, (ii) Crecimiento económico con inclusión y (iii) Inserción de Paraguay en el mundo.

Cuenta corriente tendría un resultado positivo de alrededor de 0,9% del PIB en el 2015

En términos nominales, las exportaciones realizadas en enero y abril del 2015 cayeron 15.8% con relación a las registradas en similar periodo del año anterior (ver Tabla 3.3). Este resultado se debe explica por la caída en la cotización internacional de la soja. Las exportaciones de semilla y harina de este cereal han caído en 27,5% y 21,7%, respectivamente. Por su parte, las exportaciones de carne se han incrementado en 4,9% al mes de abril, esto obedece a las mayores ventas a Chile (22,9%), Brasil (16%), Israel (28%), en tanto las ventas a Rusia, que es el principal destino de exportación disminuyeron en 19.6%.

Gráfico 3.9
Exportaciones nominales (%)



*Crecimiento promedio. ** Representa cerca del 30% del total de exportaciones.
 Fuente: BCP y BBVA Research

Tabla 3.3
Exportaciones por productos (%)

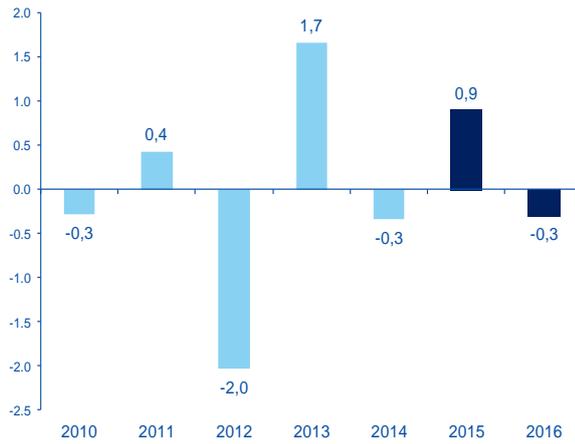
	Peso* (%)	2013	2014	2015 Ene-Abril
I. Exportaciones	74	29,5	2,4	-14,1
Semilla de Soja	18	-65,6	-8,1	-27,5
Aceite de Soja	4	237,2	2,9	5,0
Harina de Soja	8	373,8	20,0	-21,7
Cereales	5	-25,5	-20,8	-19,3
Carne	10	33,1	29,3	4,9
Energía	17	0,2	-2,6	-3,5
Otros**	12	12,5	9,4	-2,0
II. Reexportaciones	26	-4,6	-15,0	-21,6
Total	100	16,7	-3,6	-15,8

*Considera la estructura de las exportaciones del año 2014. **los sectores de madera, fibra de algodón, entre otros.
 Fuente: BCP y BBVA Research

Para este año, prevemos que la cuenta corriente registrará un leve superávit. Esta proyección toma en cuenta que el impacto negativo sobre la balanza comercial de los menores precios de exportación y la debilidad de la demanda externa, así como el mayor servicio de deuda externa serán atenuados por el

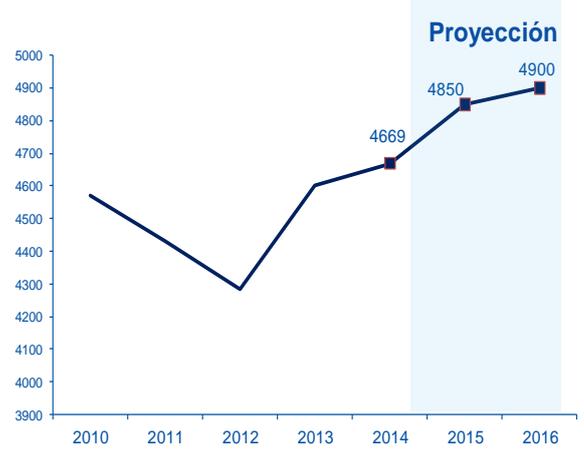
descenso de los precios del petróleo (Paraguay es un importador neto de combustibles). Sin embargo, consideramos que este efecto compensador del precio del petróleo será transitorio por lo que para el próximo año esperamos un déficit en a cuenta corriente de 0,3% del PIB (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10
Cuenta Corriente
(% del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.11
Tipo de Cambio
(Guaraníes por USD)



Fuente: BCP y BBVA Research

En el contexto de baja vulnerabilidad externa que exhibe la economía paraguaya, proyectamos que el tipo de cambio cerrará el año en niveles de 4800 guaraníes por dólar y en 4900 guaraníes por USD en el 2016 (ver Gráfico 3.11). La política del Banco Central de Paraguay (BCP) es dejarlo flotar ya que las autoridades monetarias consideran que los impactos de una depreciación del guaraní sobre la economía son relativamente acotados (la dolarización del sistema financiero es de aproximadamente 40%, pero no se presentan descalces por monedas relevantes). El BCP manifiesta que solo intervendría en el mercado cambiario si la depreciación de la moneda se da de manera muy brusca.

4. Inflación se mantendrá dentro del rango meta del BCP

Desde hace cuatro años, la política monetaria de Paraguay opera en un marco de metas de inflación. La meta establecida en 2011, año en el que empezó a utilizarse este esquema, fue de 5%, con una tolerancia máxima de desvío (hacia arriba o hacia abajo con respecto a la meta puntual) de 2,5 puntos porcentuales. Entre 2012 y 2014, la tasa de inflación interanual se ubicó en promedio por debajo del 4%, nunca excedió el límite superior tolerado, y solo en un mes durante esos tres años excedió la meta de inflación en más de 2 puntos porcentuales (considerando también las desviaciones en más de 2 puntos porcentuales por debajo de la meta, estas ocurrieron en el 25% de los meses durante ese período). En este contexto, el Banco Central de Paraguay recortó la meta de inflación desde 2015 a 4,5%. Esta meta se ajusta mejor a lo que ha venido ocurriendo en los últimos años, lo que sugiere que es factible alcanzarla en adelante, y es similar a la expectativa de inflación (un año hacia adelante) que actualmente tienen los agentes económicos, lo que favorece su cumplimiento en el corto plazo. De manera más general, es positivo buscar una menor tasa de inflación en un entorno en el que la dolarización financiera es aún relativamente alta, pues ello favorecerá una mayor estabilidad del tipo de cambio y así reducirá el atractivo de mantener activos financieros en moneda extranjera.

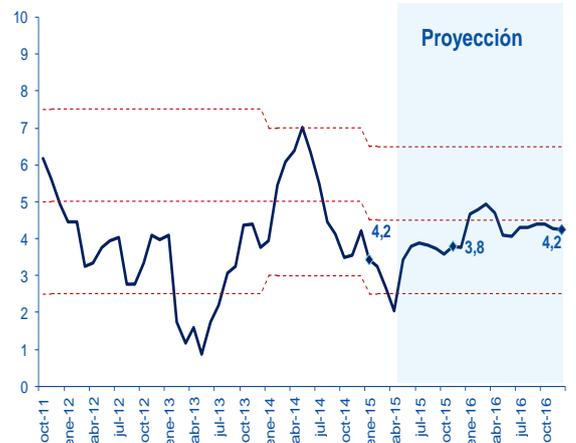
En lo que va del año 2015, la inflación ha mostrado una tendencia descendente, pasando de una tasa de 4,2% en diciembre del 2014 a 2,0% en abril del presente año. Este resultado se explica por la caída del precio del petróleo, lo que permitió la reducción del precio de los combustibles comercializados en el mercado doméstico (gas licuado y carburantes). También los menores precios de los *commodities* agrícolas, como el maíz, trigo y azúcar, entre otros (ver Gráfico 4.1) incidieron a la baja sobre la inflación. Estos dos factores fueron atenuados por aumentos de los precios de los bienes duraderos, especialmente por los de origen importado debido al incremento del tipo de cambio. Proyectamos que para el cierre del año la inflación se ubicará alrededor de 4,0%, dentro del rango meta establecida por el Banco Central (4.5%, +/- 2pp). La depreciación de la moneda y una brecha del producto ligeramente positiva compensarán el descenso del precio internacional de los *commodities* (petróleo y alimentos) (Ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1
Inflación Importada*
(Var.% interanual)



*Sin frutas y verduras.
Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 4.2
Inflación
(Var.% interanual)

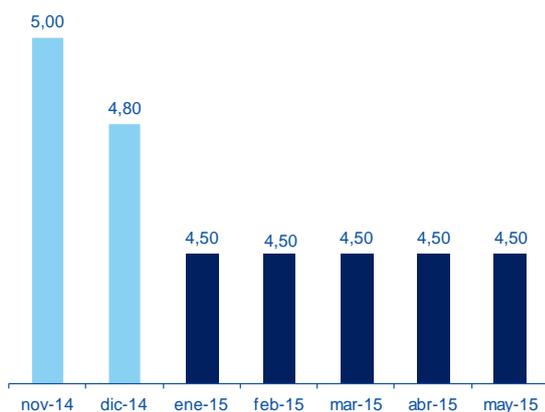


Fuente: BCP y BBVA Research

5. En un entorno de inflación cerca al límite inferior del rango meta y con tendencia a la baja, el BCP reduce su tasa de política monetaria

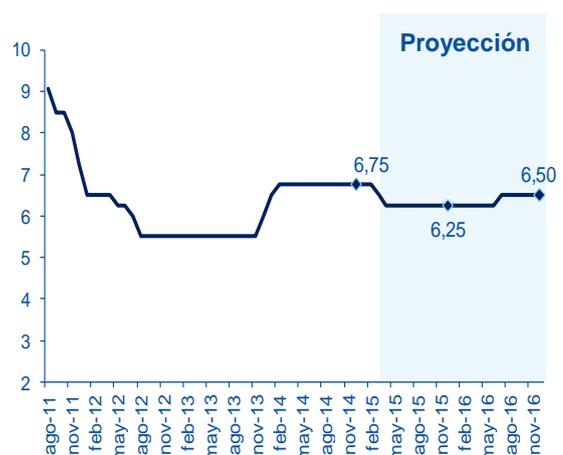
En su reunión de abril, el BCP decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos a 6,25% anual. El BCP resaltó que la inflación continúa mostrando una trayectoria descendente en un entorno externo deflacionario. Además, las expectativas de inflación se han consolidado en niveles similares a la nueva meta (ver Gráfico 5.1). El BCP consideró que este era un escenario apropiado para ajustar la tasa de referencia, en línea con la nueva meta de inflación, y mantener el perfil de la política monetaria de los últimos meses. Con respecto a la actividad económica, el BCP manifiesta que ésta continúa con similar dinámica de los meses anteriores.

Gráfico 5.1
Expectativas de Inflación 2015
(Var.% interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 5.2
Tasa de Política Monetaria
(%)



Fuente: BCP y BBVA Research

Por el lado de actividad, el BCP considera que tiene muy poco poder sobre la agricultura así como sobre la producción de las binacionales, por tanto en su análisis sobre crecimiento del producto eliminan ambos componentes. Al limpiar el PIB de estos efectos, el crecimiento se mantiene en niveles superiores al 6%, una tasa con la que el BCP se siente cómodo. Dado que la inflación se alinearía con la meta y el crecimiento económico continúa a un ritmo adecuado y en línea con el potencial, el BCP mantendría la tasa de referencia en sus niveles actuales en el corto y mediano plazo.

Hacia adelante no esperamos recortes adicionales, en un entorno en el que la inflación irá subiendo gradualmente y de brecha del producto ligeramente positiva (ver Gráfico 5.2).

6. Los riesgos sobre la proyección de crecimiento están balanceados

Los principales riesgos a la baja sobre la proyección de PIB son dos, ambos externos y cuyos impactos por el lado del gasto estarían básicamente enfocados en las exportaciones. El primero de ellos es un mayor deterioro que el anticipado de la economía brasileña (escenario base 2015: -0,7%), el principal mercado para las exportaciones paraguayas. Cabe mencionar que Brasil demanda alrededor de 23% de las exportaciones paraguayas de las que se lleva registro. Esta participación se incrementa sustancialmente si se incluyen las reexportaciones. Según estimaciones propias (ver Recuadro 2) y del Fondo Monetario Internacional⁴, por ejemplo, un descenso de un punto porcentual del crecimiento del PIB de Brasil debido a elementos idiosincráticos (luego de controlar por factores globales) provoca una disminución de entre cuatro y cinco décimas de punto porcentual del crecimiento del PIB de Paraguay, de manera que las repercusiones son significativas.

El segundo factor de riesgo a la baja es que el rublo ruso se deprecie de manera más acentuada que la prevista. Rusia concentra alrededor de 8% de la demanda externa paraguaya, la que en mucho es carne. La carne ha sido para Paraguay uno de los productos cuya venta al exterior ha mostrado mayor dinamismo. Una depreciación de la moneda rusa resentiría la demanda de bienes importados que tiene este país, entre ellos la de carne.

De otro lado, también se tienen riesgos al alza sobre la proyección de crecimiento económico, que principalmente son dos. El primero de ellos es doméstico y está relacionado con una ejecución más acelerada de los proyectos de infraestructura que se tienen en cartera. Esto se reflejaría, por el lado sectorial, en un mayor avance de la Construcción, y por el lado del gasto, en una expansión más marcada de la inversión. El segundo riesgo al alza es externo: una disminución más acentuada de la cotización internacional del petróleo (como promedio en el año), algo importante para una economía que es importadora neta de este insumo. La mayor caída del precio promedio del petróleo le daría soporte al gasto de las familias y también abarataría los costos de producción en el país.

Tomando en cuenta la probabilidad de ocurrencia que le asignamos a cada uno de estos eventos y el impacto que tendrían sobre la actividad económica, los riesgos sobre la previsión de PIB están balanceados.

⁴ FMI, Informe del país No. 15/38, Paraguay, Temas seleccionados. Febrero 2015.

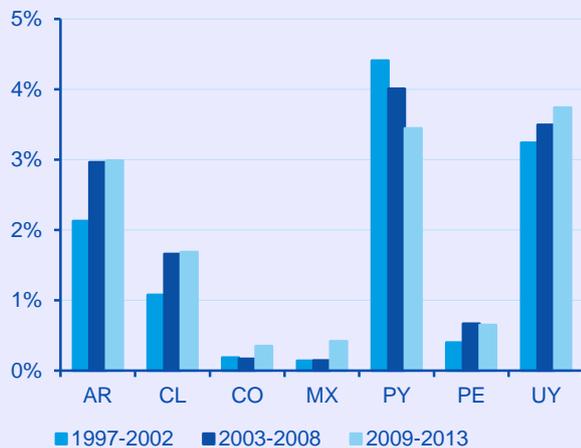
Recuadro 2. ¿Qué impacto tiene Brasil sobre los países vecinos?

La fuerte desaceleración de la economía brasileña y la preocupación que genera un eventual contagio a otros países de América Latina nos animan a analizar a través de qué canales se podrían ver afectados los países vecinos y en qué magnitud.

El canal comercial

Las importaciones de Brasil han representado durante la última década alrededor del 9% del PIB de ese país, 75% de las cuales son productos manufacturados y el resto son materias primas. Por origen de importaciones, 15% proviene de Latinoamérica, con una distribución entre productos manufacturados y materias primas similar al del total. Argentina es el que dentro de la región tiene una mayor participación (alrededor de 6% en los últimos años), seguida por Chile y México (aproximadamente 2% en ambos casos).

Gráfico R.2.1
Importancia de exportaciones a Brasil (en % del PIB de cada país exportador)

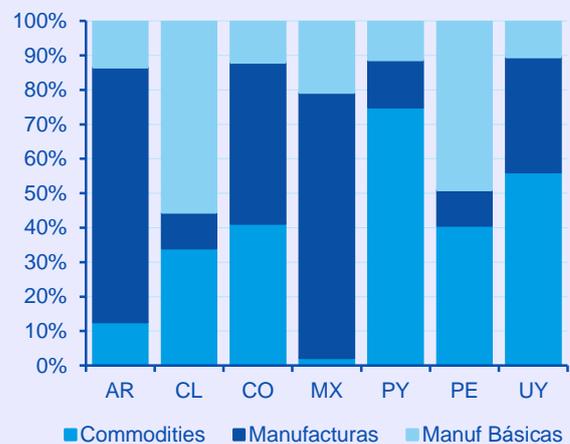


Fuente: Base Alice y WTO

Al observar las ventas a Brasil como proporción del PIB de cada país, se pueden estilizar tres casos de exposición (Gráfico R.2.1) La situación de mayor sensibilidad potencial es la de los socios originales del Mercosur (Argentina, Paraguay y Uruguay), seguida por la de Chile, y en último lugar la del resto de los países (Perú, Colombia y México).

Desde el punto de vista cualitativo, que surge de analizar los ítems que componen cada factura pagada por Brasil a sus socios comerciales de Latinoamérica, también se observa una heterogeneidad entre países, puesto que hay diferencias marcadas en las canastas según el origen (Gráfico R.2.2). Argentina y México serían los países más afectados por un descenso brusco de la demanda de Brasil de bienes importados, dada la alta participación de manufacturas en sus ventas, pero la baja participación de las compras de Brasil en el comercio azteca atempera de manera notoria el riesgo que Brasil representa para México. Una contingencia del mismo tipo pero en menor cuantía afecta a Colombia y en menor medida a Uruguay. En el resto de los países de la muestra los bienes más transados son materias primas y manufacturas básicas.

Gráfico R.2.2
Exportaciones a Brasil por grupo de bienes (en %, promedio anual 2008 – 2013)



Fuente: Base Alice y WTO

Argentina es el socio que se vería más afectado en caso de una caída de la demanda brasileña. Basada en la importante relación comercial entre las economías más grandes del Mercosur, se destaca el acuerdo automotriz que ha profundizado la relación comercial a través de especialización de las fábricas terminales de automotores instaladas en ambos países.

Impulsado por el acuerdo comercial del Mercosur, Brasil es desde inicios de los 1990s el principal socio comercial de Argentina, tanto en importaciones como en exportaciones. Brasil ha comprendido en 2012-13 el 21% de las exportaciones argentinas, que representó 2,8% del PIB del país. Así la vulnerabilidad de Argentina es alta puesto que el volumen de comercio es importante, y tiene una gran proporción de manufacturas, básicamente automotores y autopartes. Asimismo, las exportaciones de vehículos comprendieron en 2013 49% de las exportaciones a Brasil (43,6% en el período 2009-13). Estos rubros presentan importantes rigideces en su comercio tanto por especificaciones técnicas y legales del mercado de destino como por el ciclo de rotación del producto y las características de comercialización. Lo observado en el año 2014 ilustra claramente este riesgo: ante el freno de la economía brasilera las exportaciones industriales argentinas al país cayeron 16% y las de vehículos cayeron 18%.

En cuanto a los otros dos miembros del Mercosur, la participación de Brasil dentro de sus ventas al exterior también es importante, aunque con atenuantes. Para Uruguay las exportaciones a Brasil representan el 22% del total de sus ventas internacionales y para Paraguay alcanzan el 12% (sin incluir las de energía eléctrica). Los detalles comerciales de ambos países constatan una elevada participación de materias primas agrícolas dentro de estos porcentajes. Ello atempera la dependencia de Brasil por ser bienes de primera necesidad y de más fácil colocación en los mercados internacionales. En el caso particular de Paraguay, si se incluyen las exportaciones de energía eléctrica, el ratio de exportaciones a Brasil sobre el total de exportaciones paraguayas alcanza 36% en el período 2009-2013, lo que revela una muy alta exposición a su vecino oriental. Sin embargo, nuevamente el hecho de que la demanda de energía eléctrica es relativamente inelástica atenúa en alguna medida la dependencia paraguaya, aunque esta no deja de ser alta.

El canal servicios - turismo⁵

En este segmento destaca el flujo de turistas brasileños a los países del Mercosur, especialmente Paraguay (Gráfico R.2.3).

Sin embargo, a pesar de su relevancia en el flujo total de turistas, el turismo brasileño tiene un peso muy reducido en la economía de estos países: 0,5% del PIB uruguayo, 0,3% del paraguayo y 0,2% del argentino. Así, en ningún caso representa un riesgo más allá de para algunos nichos o locaciones específicas.

Gráfico R.2.3

Turistas brasileños sobre el total de turistas recibidos por cada país (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

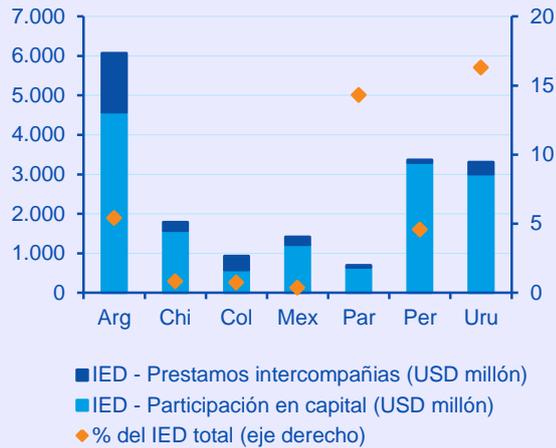
El canal de la IED

El flujo de IED brasileño a los países de la región ha aumentado con fuerza en los últimos años, haciendo que en 2013 el *stock* de IED en los principales países de América Latina haya alcanzado cerca de USD 20 mil millones, correspondiendo casi un tercio a Argentina (Gráfico R.2.4). En términos del *stock* total de IED en cada país, el peso de Brasil es muy significativo en Uruguay y Paraguay (16% y 14% en cada caso) y relevante en Argentina y Perú (aproximadamente 5%). Como porcentaje del PIB de cada país, el *stock* de IED brasileño tiene un

5: En contraste con lo que ocurre en el comercio de bienes, hay poca disponibilidad de información sobre el comercio de servicios entre los países de América Latina. Aquí analizamos un subsector en general relevante en el sector de servicios para el cual hay mayor disponibilidad de datos: el turismo.

peso aproximado de 6% en Uruguay, de alrededor de 2% en Paraguay y Perú, de 1% en Argentina e inferior a 1% en los demás países analizados⁶.

Gráfico R.2.4
Inversión Extranjera Directa con origen en Brasil, stock en 2013 (en USD millones y % del stock total)*



* La Inversión Extranjera Directa (IED) se desglosa, según la metodología empleada por el BCB, en participaciones en el capital y préstamos intercompañías.
Fuente: BCB, WTO

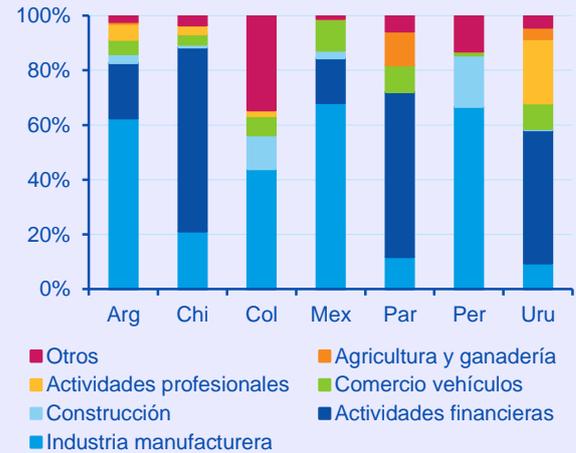
El desglose por sectores muestra que en general son la industria manufacturera y las actividades financieras las que concentran gran parte del stock de IED brasileño (Gráfico R.2.5). Pese a la escasez de datos, la evidencia disponible sugiere que una parte significativa del IED del sector manufacturero de algunos países corresponde a las inversiones de Petrobras.

Este desglose ayuda a evidenciar que, además de un posible impacto macroeconómico, hay sectores especialmente sensibles a una moderación de los flujos de IED brasileño. En particular, tomándose en cuenta el reciente escándalo de corrupción involucrando a Petrobras y a muchas de las principales constructoras del país, hay que destacar el riesgo de que algunos países de la región sean impactados por los problemas financieros de la petrolera y del sector de construcción. En este sentido, el IED de los sectores manufacturero y de construcción, que sirve de proxy para el grado de exposición de

6: Los datos utilizados en esta sección provienen del censo de capitales brasileños en el exterior del BCB. En algunos casos, difieren de manera significativa de los divulgados por otras fuentes, con lo cual se recomienda cautela al analizarlos.

cada país a este factor, es de 1,4% del PIB de Perú (USD 2.8 miles de millones)⁷, alrededor de 0,5% del PIB de Argentina y Uruguay, 0,3% del PIB de Paraguay, y aproximadamente 0,1% del PIB en los demás casos.

Gráfico R.2.5
IED con origen en Brasil, por sectores, stock en 2013 (% del total de la IED de Brasil en el país)*



* Sólo IED – Participación en el capital. No incluye IED – Préstamos intercompañías.
Fuente: BCB

Gráfico R.2.6
Peso de inversiones brasileñas en el PIB, stock en 2013 (%)



* Sólo IED – Participación en el capital. No incluye IED – Préstamos intercompañías.
Fuente: BCB, IMF

7: A fines de 2013 Petrobras vendió sus operaciones en Perú por aproximadamente USD 2,6 mil millones. El saldo de IED brasileño en Perú se ha reducido así de manera considerable, por lo que este canal de contagio a la economía peruana se ha debilitado marcadamente.

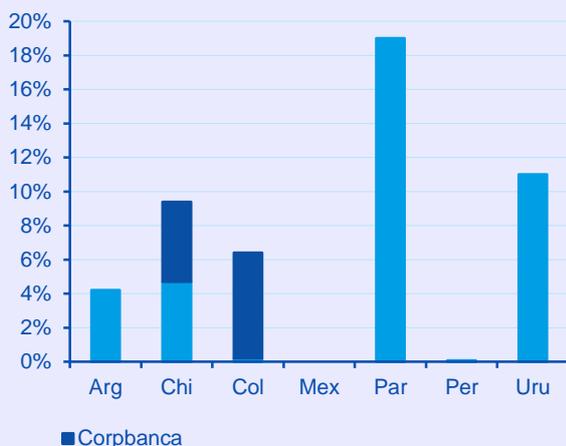
El canal de las inversiones en cartera

El *stock* de las inversiones en cartera y en inmuebles es mayor en Argentina y Chile: USD 0,6 y USD 0,4 miles de millones, respectivamente. En estos dos países tienen más peso las inversiones en renta variable. En los demás países de la región, son más significativas las tenencias de monedas y depósitos, así como de inmuebles. Asimismo, en todos los casos las inversiones brasileñas más allá de las de IED son muy poco significativas: representan 0,6% del PIB de Uruguay y Paraguay y no más que 0,1% del PIB de los demás países (Gráfico R.2.6).

El canal bancario

Los bancos de control brasileño representan algo menos de 20% del mercado bancario paraguayo y poco más de 10% del uruguayo (Gráfico R.2.7). Si las recientes fusiones/adquisiciones de activos bancarios son autorizadas por los órganos de competencia, también en Colombia y Chile la presencia de la banca brasileña será significativa; alrededor de 10% y 6%, respectivamente. En Argentina el peso de la banca brasileña es de aproximadamente 4%, mientras que en México y Perú es prácticamente nula.

Gráfico R.2.7
Participación de los bancos de control brasileño en el total de activos del sistema financiero (%)*



* El proceso de fusión de Corpbanca e Itaú está bajo el análisis de las autoridades locales en la fecha de elaboración de este estudio. Fuente: BBVA Research, estadísticas nacionales

Si bien la significativa presencia de los bancos brasileños en algunos países de la región

evidencia un riesgo de contagio, la predominancia del modelo de sucursales sobre el modelo de filiales ayuda a aislar los efectos de los choques con origen en Brasil sobre los países de la región.

El canal “índices financieros regionales”

Parte de las inversiones financieras en América Latina se hace a través de índices financieros regionales que representan una cartera de activos de varios países de la región. Aunque estos mercados representen tan solo una pequeña parte de las inversiones financieras totales, la inclusión de Brasil en ellos significa que las decisiones de los inversores financieros en activos latinoamericanos están influidas por el desempeño de los valores brasileños. Así, una fuerte corrección a la baja de los activos financieros brasileños puede acabar generando una corrección a la baja del precio de los activos financieros de otros países de la región, probablemente transitoria a menos que los sucesos en Brasil hayan deteriorado los fundamentos de los demás países.

Esta distorsión es mayor cuando los activos brasileños tienen un peso excesivamente elevado en los índices financieros regionales, algo que suele ocurrir principalmente en el caso de los índices financieros bursátiles. En muchos índices financieros de este tipo los activos brasileños tienen una participación de alrededor de 50%, superior a la participación del PIB brasileño en el PIB de la región (alrededor de 38%)⁸.

Cuantificando el impacto de Brasil en los países de América Latina

Para estimar el impacto de un choque en Brasil sobre los demás países, estimamos dos modelos econométricos.

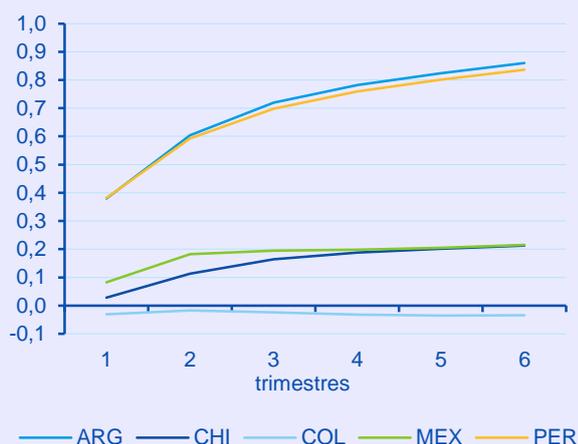
En el primer de ellos, un VAR, se incluye un conjunto de factores globales (PIB global, condiciones financieras internacionales y precios de las materias primas), además de los PIBs de Brasil y del resto de Latinoamérica. El análisis

8: Por ejemplo: 48% en el S&P Latin America 40; 51% en el MSCI Latin America y 53% en el FTSE Emerging Latin America.

apunta a que todos los miembros del Mercosur serán sensiblemente afectados si la economía brasileña entra en problemas, pero que es Argentina la que más sufriría. El impacto acumulado después de seis trimestres de un choque de una desviación estándar del PIB de Brasil es de aproximadamente 0,8 p.p. en Argentina, de algo más de 0,6 p.p. en Uruguay y de alrededor de 0,4 p.p. en Paraguay. Con respecto a los países andinos, solo en Perú el efecto es fuerte, comparable al de los países del Mercosur⁹. Para el resto de economías, los efectos son prácticamente nulos.

Gráfico R.2.8

Impulso-respuesta (GVAR), impacto acumulado de una desviación estándar sobre el PIB de Brasil en los países de LatAm



Fuente: BBVA Research

Un segundo ejercicio es la estimación de un Global VAR (GVAR)¹⁰. A diferencia del VAR, el GVAR aísla el efecto de un choque idiosincrático de Brasil del efecto que pudiese tener sobre el resto de economías de la región. Los resultados de este modelo apuntan en la misma dirección que los ejercicios anteriores: los efectos de un choque de un punto porcentual del PIB de Brasil

son más fuertes en los países del Mercosur, principalmente en Argentina, y en Perú. En México, Chile y Colombia el efecto es mucho menor (Gráfico R.2.8).

Conclusiones

Nuestro análisis muestra que son Argentina, Uruguay y Paraguay los países que están más expuestos a Brasil. En prácticamente todos los canales de contagio estos tres países destacan por sus relaciones con Brasil. Entre ellos es Argentina el país que más afectado sería por un choque en su vecino, principalmente por la magnitud de sus exportaciones de productos manufacturados a Brasil.

En todo caso, los demás países de la región también se verían impactados en alguna medida, aunque menos que Argentina, Paraguay y Uruguay, por problemas originados en Brasil. En este sentido, destacamos los canales bancarios en Colombia y Chile. En el caso de México, el país menos expuesto a la economía brasileña entre los analizados, el principal vínculo son los flujos comerciales de productos manufacturados.

Asimismo, choques de la misma magnitud en Brasil pueden transmitirse de distintas maneras a los países de la región dependiendo de su origen (real, bancario, o financiero).

Por fin, aunque la economía brasileña afecta la de sus vecinos en la región, hay que destacar que el impacto de un choque negativo en Brasil no es suficientemente fuerte, en general, para aisladamente arrastrar a los países de la región a una crisis, aunque pueda contribuir para ello en algunas situaciones específicas.

9: Los resultados para Perú llaman la atención dado que no son particularmente significativas las relaciones comerciales y financieras que tiene este país con Brasil. Lo más probable, entonces, es que el modelo tenga un problema de especificación (no inclusión de algún factor común relevante), por lo que se requiere ahondar más en estos resultados. Un problema similar se halla en el documento "Intra-Regional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic after All?" de G. Adler y S. Sosa, publicado como Documento de Trabajo por el FMI en junio de 2012.

10: Por falta de datos, Paraguay y Uruguay no fueron incluidos en la estimación del GVAR.

7. Tablas

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
PIB (% , interanual)	14,2	4,4	4,2	4,2	4,6
Inflación (% , interanual, fdp)	3,7	4,2	3,8	4,2	4,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4 603	4 669	4 850	4 900	5 100
Tasa de interés de política (% , fdp)	6,00	6,75	6,25	6,50	6,75
Consumo privado (% , interanual)	4,6	4,4	4,1	4,1	4,0
Consumo público (% , interanual)	5,3	4,4	3,5	3,7	4,2
Inversión (% , interanual)	20,2	10,6	6,7	6,9	6,8
Resultado Fiscal (% del PBI)	-2,0	-2,3	-1,5	-0,7	-0,5
Cuenta Corriente (% del PBI)	1,7	-0,3	0,9	-0,3	-0,5

	PIB (% , interanual)	Inflación (% , interanual, fdp)	Tipo de Cambio (vs.USD, fdp)	Tasa de interés de política (% , fdp)
1T13	16,5	1,2	3 997	5,50
2T13	14,8	1,7	4 404	5,50
3T13	11,3	3,2	4 460	5,50
4T13	14,3	3,7	4 603	6,00
1T14	4,1	6,1	4 490	6,75
2T14	3,2	6,4	4 434	6,75
3T14	4,2	4,1	4 500	6,75
4T14	5,8	4,2	4 669	6,75
1T15	3,6	2,6	4 799	6,50
2T15	5,7	3,8	4 712	6,25
3T15	2,6	3,7	4 770	6,25
4T15	4,8	3,8	4 850	6,25
1T16	4,1	4,9	4 812	6,25
2T16	4,1	4,1	4 841	6,25
3T16	4,1	4,4	4 870	6,50
4T16	4,4	4,2	4 900	6,50

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 / 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 Perú

Economista Jefe

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin
Yalina.crispin@bbva.com

Marlon Broncano
Marlon.broncano@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com